

TARTU ÜLIKOOL

Pärnu kolledž

Ettevõtluse osakond

Priit Aun

AÜMD 4

**VÕÕRFINANTSEERINGU KAASAMINE  
BÖRSIVÄLISTE VÕLAKIRJADE ABIL EESTIS  
AASTATEL 2004-2014**

Bakalaureusetöö

Juhendaja: lektor Margus Kõomägi

Pärnu 2015

## SISUKORD

Sissejuhatus .....	3
1. Börsivälised võlakirjad ettevõtte finantseerimisinstrumentina .....	5
1.1. Võlakirja olemus .....	5
1.2. Börsivälise võlakirjade turg.....	7
1.3. Börsivälise võlakirjade emiteerimine .....	11
1.4. Börsivälise turu informatsiooni asümmeetria.....	13
1.5. Börsivälised võlakirjad finantseerimisinstrumentina ettevõtte kapitali struktuuris.....	16
2. Aastatel 2004 kuni 2014 Eestis emiteeritud börsivälise võlakirjade analüüs .....	22
2.1. Ülevaade Eestis emiteeritud börsivälisest võlakirjadest .....	22
2.2. Eestis emiteeritud börsivälise võlakirjade ja pangalaenu võrdlusanalüüs.....	29
2.3. Võrdlusanalüüs arenenud ja arenevate turgudega .....	34
2.4. Järeldused ja ettepanekud .....	40
Kokkuvõte .....	43
Viidatud allikad.....	46
Lisad .....	54
Lisa 1. Autori koostatud Python 3.4.3 kood esialgse valimi saamiseks. ....	54
Summary .....	57

## SISSEJUHATUS

Börsiväline turg on avalikkuse eest varjatud ja tihti puudub regulatsioon informatsiooni avalikustamiseks, kättesaadav informatsioon on piiratud ja teema kajastatus madal, võrreldes börsil noteeritud finantstavahenditega või ka rohkelt reguleeritud pangandussektorist pärit finantseeringuga.

Enamasti käsitletakse võlakirju investori seisukohast lähtuvalt, võrreldes neid alternatiivsete investeerimisvõimalustega. Ettevõtte poolelt vaadatuna, on aga võlakirja emiteerimisel tegemist finantseerimise valikuga, mis nii ekstensiivset kajastust kirjanduses ei ole saanud. Kuigi esmapilgul leidub ka teatav analoogia investori poolega, sest on ju ettevõtte seisukohalt tegu samuti valikutega ning nende võrdlusega, on ettevõtete jaoks valik keerulisem ning lisaks ka oluliselt piiratum, kõikvõimalike eri mõjurite ja muude piiravate tegurite poolt.

Töö eesmärgiks on võrrelda börsiväliseid võlakirju alternatiivsete finantseerimisallikatega, tuues välja nende eelised, puudused ja kasutamise eripära ning hinnata nende kaudu kaasatud kapitali hinda Eestis aastatel 2004-2014 ja võrrelda seda levinuima finantsinstrumendiga ehk pangalaenuka.

Teooria osas on töö autor seadnud endale järgmised uurimisülesanded:

- kirjeldada ja iseloomustada börsiväliseid võlakirju;
- anda ülevaade börsivälise turust ja selle eripärast;
- anda ülevaade börsiväliste võlakirjade emiteerimisest;
- hinnata informatsiooni asümmeetria mõju börsivälisele turule;
- vaadelda börsiväliseid võlakirju finantshierarhia teooria kontekstis.

Töö koostamisel on kasutatud teadusartikleid andmebaasidest JSTOR ja Social Science Research Network. Turgu iseloomustavas osas on kasutatud turgu reguleerivate ja statistikat koguvat institutsioonide, nagu Eesti Väärtpaberikeskus, Euroopa Keskpank ja

International Capital Market Association poolt välja antud, selgitavaid juhendeid. Põhimõistetega seonduv on lahti seletatud kasutades akadeemiliste organisatsioonidega seotud isikutega koostöös välja antud raamatuid, põhiliselt Wiley Global Research, McGraw-Hill Companies ja Elsevier poolt kirjastatud teoseid. Empiirika osa koostamisel on kasutatud põhiliselt Eesti Väärtpaberikeskuse ja Eesti Panga andmebaase.

Empiirika osas on töö autor seadnud endale järgmised uurimisülesanded:

- kirjeldada ja iseloomustada Eestis aastatel 2004-2014 emiteeritud börsiväliseid võlakirju;
- võrrelda sel perioodil emiteeritud võlakirju samal perioodil ettevõtete poolt kasutatud pangafinantseeringuga;
- võrrelda Eesti börsivälist võlakirjaturgu arenenud ja arenevate riikide turgudega;
- esitada järeldused ja ettepanekud.

Töö koosneb kahest peatükist. Esimese peatüki esimeses alapeatükis antakse üldine ülevaade võlakirjadest ning iseloomustatakse börsiväliseid võlakirju üldises võlakirjade süsteemis. Teine alapeatükk iseloomustab börsivälist turgu ja selle eripärasid. Kolmandas alapeatükis vaadeldakse võlakirja emiteerimist ettevõtte seisukohast. Neljandas alapeatükis vaadeldakse informatsiooni asümmeetria mõju börsivälistele võlakirjadele ning viies alapeatükk käsitleb börsiväliseid võlakirju ettevõtte kapitali struktuuris, finantshierarhia teooria kontekstis. Töö teine peatükk vaatleb Eestis aastatel 2004-2014 emiteeritud börsiväliseid võlakirju. Esimeses alapeatükis antakse üldine ülevaade ja iseloomustus Eestis emiteeritud võlakirjadele. Teine alapeatükk pühendub võrdlusele pangalaenuga, seda põhiliselt ettevõtte positsioonilt. Kolmas alapeatükk võrdleb Eesti turgu üldises kontekstis nii arenenud kui ka arenevate riikidega. Viimases alapeatükis esitatakse töö teostaja poolsed ettepanekud ja järeldused.

# 1. BÖRSIVÄLISED VÕLAKIRJAD ETTEVÕTTE FINANTSEERIMISINSTRUMENDINA

## 1.1. Võlakirja olemus

Võlakirja kui väärtpaberi kohta on mitmeid tõlgendusi. Mereste (2003: 523) toob välja neli tõlgendust, mis üldistatult määratlevad võlakirja, kui võlakohustust tõendava dokumendi. Konkreetsemalt annavad võlakirja olemuse edasi J. Alver ja L. Alver (2011: 615) kirjeldades võlakirja, kui omaniku seaduslikku nõuet esindavat väärtpaberit, millega kohustutakse omanikule maksma põhisumma ja intressid. Ajaliselt toovad nad eristuse lühiajalisteks (*bills*), keskpikkadeks (*notes*) ja pikaajalisteks võlakirjadeks ehk obligatsioonideks (*bonds*). Mereste (2003: 523) eristab kupong- ja diskontovõlakirju ning väljaandva organisatsiooni liigituse järgi vastavalt, kas riigi, omavalitsuse või ettevõtete võlakirjadeks. Siit nähtub ka eestikeelse terminiga kaasnev üldistatum kasutus, võrreldes võõrkeelses kirjanduses kasutatava täpsema eristusega.

On võimalik tuua palju erinevatel alustel tuginevaid liigitusi ettevõtete võlakirjade kohta. Üldistatult saab tuua neli põhilist liigituskategooriat (Faerberg 2009: 107-115):

- tähtsus - võlakirja paiknemine ettevõtte nõuete hierarhias ning tagatise tüüp ja/või olemasolu;
- majandussektor – mis sektoris võlakirja väljastanud ettevõtte tegutseb, näiteks kommunaalteenused, finants, transport, tööstus;
- kupongistruktuur - varieeruv, fikseeritud või nullkupong;
- lepingutingimused - määratlus võlakirja tagasiostu kohta.

Kõikides nendes kategooriates on omakorda võimalik luua täiendavalt erinevaid alajaotusi võimalike võlakirjatüüpide kohta.

Tüüpiliselt eristatakse kirjanduses võlakirju väljastaja järgi (vt joonis 1) ning finantseeringu iseloomu või otstarbe järgi. Võlakirjade põhimõttelist jagunemine on toodud joonisel 1.

VÕLAKIRJA TÜÜP, RAHASTUSE ISELOOM

	RIIGID, RAHVUSVÄHELISED ORGANISATSIOONID, SUURED KOV-d	SUURED ETTEVÕTTED	KOHALIKUD OMAVALITSUSED	VÄIKE- JA KESKMISED ETTEVÕTTED
KUPONGIMAKSEGA VÕLAKIRI	X	X	X	X
DISKONTOGA (NULLKUPONGIGA) VÕLAKIRI	X	X	X	X
TAGATISEGA VÕLAKIRI (NT KINNISVARA)	X	X	X	X
INDEKSEERITUD VÕLKIRI (NT KASUM, SKP, INFLATSIOON)	X	X	X	X
MÕJUGA SEOTUD VÕLAKIRI (NT KLIIMA, SOTSIAALNE PROJEKT)	X		X	
VALUUTAVÕLAKIRI (NT EURODOLLARI VÕLAKIRI)	X	X	X	X
HÜBRIIDVÕLAKIRI (KONVERTEERITAV SAMA ETTEVÕTTE OMAKAPITALIKS)		X		X
VAHETUSVÕLAKIRI (KONVERTEERITAV TEISE ETTEVÕTTE OMAKAPITALIKS)		X		X
AVATUD TURG (SUUTLIKUS OMADA KREDIIDIREITINGUT)		BÖRSIVÄLINE TURG (KREDIIDIREITING ALLA INVESTEERIMISTASET)		
RISKITASE, VÕLA HIND				

**Joonis 1.** Võlakirjade liigitus turu, tüübi ja emiteerija järgi (autori kombineeritud, allikad: Brealey *et al.* 2011, Faerberg 2009, Mulgan *et al.* 2010, Understanding climate... 2014).

Joonist võib vaadelda kolmest kihist koosnevana, kus alumine, värviline kiht, iseloomustab turgu, koos riskitaset kirjeldava skaalaga ning pealmised kaks kihti iseloomustavad võlakirju rahastuse ja emiteeriva organisatsiooni tüübi järgi. Joonisel toodud võlakirjade väljastajad on järjestatud organisatsioonide suuruse järgi paremalt vasakule. Tegelikud piirid toodud liigituse juures on alati tinglik, sest paljudel juhtudel on võimalik leida vahepealseid olukordi ning kattuvusi, seda nii võlakirju väljastava organisatsiooni, kui ka võlakirja tüübi osas. Samuti võib tõdeda, et kehtib üldjuhul printsiip, kus võlakirja riskitase on seda madalam, mida suurem on selle väljastanud institutsioon, seda nii riikide kui ka ettevõtete osas. Suurim eristuskriteerium riiklike ja ettevõtete võlakirjade vahel on pankrotirisk. Börsivälisel turul leidub ka munitsipaalvõlakirju, kuid valdava enamuse börsivälisest turust hõlmab ettevõtete võlakirjade turg.

Finantseerimisvahendina käsitletakse ettevõtte võõrkapitalis võlakirju kui pangafinantseeringu alternatiivi. Bolton ja Freixas (2006: 829) mainivad makroökonomikas levinud kahe käsitluse tasandi vaadet, kusjuures “monetaarsel tasandil” on pangalaen ja võlakiri ideaalsed asenduskaubad, “krediidi tasandil” on kriitiliseks eelduseks, et ettevõtetel on raske asendada võõrkapitalis omavahel pangalaenu ja võlakirju. Samuti tõdeb Hale (2007: 196), uurides arenevate turgude ettevõtete võõrkapitali, et makroökonomilised alusnäitajad on olulised määrajad pangalaenu ja võlakirjade suhte varieerumisel võõrkapitalis erinevate turgudel.

Pangalaenu ja võlakirjaturg sõltuvad majandustsüklitest. Samal ajal kui pangalaenu reaalmaht väheneb majanduse kokku tõmbudes, jääb likviidsus võlakirjaturgudel püsima. Likviidsus võlakirjaturul käitub pigem vastupidise tsüklilise pangalaenu suhtes. Rasketel aegadel suureneb määramatus, mistõttu pankade monitoorimine ei pruugi toimida efektiivselt suurenenud kulude tõttu ning väheneb riske võtete käitumine. (Contessi *et al.* 2013: 2)

Ettevõtetel on raske ligipääs avalikule võlakirjaturule suurte püsikulude tõttu võrreldes pangalaenuga ning võlakirjad on ettevõtetele odavam finantseeringu allikas monitoorimiskulude võrra, mis kaasneksid pangalaenuga (Russ, Valderrama 2012: 2). Siinkohal aga ei ole arvestatud börsivälise turuga kaasnevaid võimalusi ettevõtetele. Avatud turul on võlakirjade kasutus piiratud, olles võimalik vaid suure müügituluga ettevõtetele, sest vajalik on saavutada madalam piirkulu võrreldes pangalaenu piirkuluga. Siit nähtub ka põhjused kasutamaks börsiväliseid võlakirju. Börsivälisel turul on võimalik vältida pangapoolset monitoorimiskulusid, samuti avaliku emissiooniga kaasnevat suurt fikseeritud tasu.

## **1.2. Börsivälise võlakirjade turg**

Võlakirjade turg on lai mõiste ja börsivälist turgu võib vaadata kui mingit osa suurest tervikust, kui mõtta nt rahalisi mahte, aga ka kui teistsugustel alustel ja põhimõtetel toimivat turumehhanismi ja süsteemi. Börsiväline turg vajab eraldi käsitlemist, just tema suure erinevuse tõttu klassikalistest tsentraalse toimega väärtpaberiturgudest.

Finantsturge võib liigitada mitme kriteeriumi alusel ka lähtuvalt nendele turgudele omastest põhitunnustest. Ühe võimalusena võib finantsturge liigitada selle järgi, kas finantstehing on seotud väärtpaberiemissiooni esmaostuga (esmaturg) või on tegemist väärtpaberiomanikevahelise tehinguga (järelturg). Järelturg võib omakorda olla korraldatud kahel viisil. Esimene variant on börsid, kui kesksed kauplemisskohad, kus väärtpaberite ostjad ja müüjad kohtuvad ja teevad tehinguid (nn börsiturud). Teine on nn börsiväline turg, kus edasimüüjad teevad vastaspooltega kahepoolseid väärtpaberitehinguid. (EKP rahapoliitika 2011: 40)

Börsiväline turg ei oma tsentraliseeritud mehhanismi, mis koondaks endas pakkumised ja ostusoovid. Ostjad ja müüjad peavad läbirääkimisi eraldi, mistõttu on börsiväline turg läbipaistmatu ning hindu ja jaotust mõjutavad tehinguid vahendavad diilerid ja maaklerid. Varadeks millega tüüpiliselt börsivälisel turul kaubeldakse sisaldavad endas suurt hulka tuletisinstrumente, võlakirju, vara-tagatisel väärtpabereid, kinnisvara, tarneõigusi, valuutat, vms vara. Diiler erineb tavapärasest oma “kahepoolse turu” toime tõttu ja vahendustegevus sisaldab endas komplektset suhtlust ja läbirääkimisi. (Duffie 2012: 1)

Eesti Väärtpaberikeskuse kodulehel on määratletud börsiväline turg reguleerimata (*over-the-counter*) turuna, kus saab kaubelda nii börsil noteeritud kui ka mittenoteeritud väärtpaberitega ning börsivälise tehinguna mõistetakse (Börsivälised... 2014):

- börsil mitte kaubeldavate väärtpaberite ostmine ja müümine;
- väärtpaberite kinkimine;
- väärtpaberite pärandamine;
- väärtpaberite pantimine.

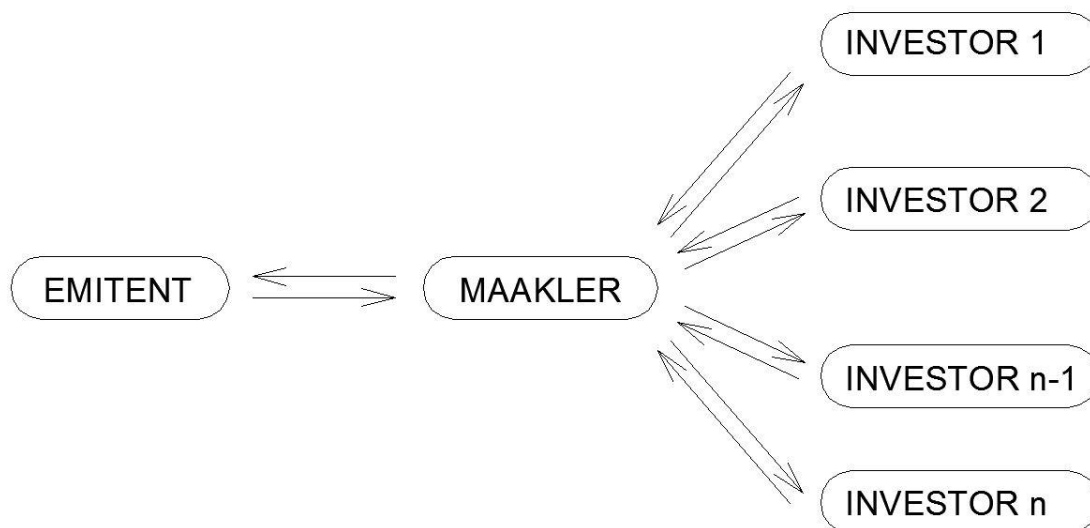
Kauplemine toimub börsiväliselt maaklerite kaudu või eraisikute vahel. Kontohaldurid vahendavad turuvälise tehingu korral vaid väärtpaberi liikumise. Rahalise tasaarvelduse korraldamine, juhul kui vajalik, on osapoolte omavaheline asi (*Ibid.*). Mereste (2003: 100) määratleb börsivälist väärtpaberiturgu, kui mittenoteeritavate väärtpaberite turgu, mille erinevus börsiga seisneb kauplemisreeglite väiksemas määratletuses.

Ajalooliselt on ettevõtete võlakirjaturg olnud avalikkuse eest varjatud, samas eristatakse kauplemiseelse turu läbipaistvust, mis seisneb märkimise info levitamises ning



kauplemisjärgse turu läbipaistvust, mille tunnuseks on informatsiooni levitamine toimunud tehingute kauplemismahtude ja hindade kohta. Turgude läbipaistvamaks muutumise mõju on raske monitoorida, sest muutused toimuvad pigem inkrementaalselt, kui et järsult. Varjatud turge on raske uurida ning ka varasemad uuringud läbipaistvuse mõjude kohta on vasturääkivate tulemustega. Tehingud ettevõtete võlakirjadega börsivälisel turul toimuvad ebaühtlase sagedusega ja tavaliselt suurte summade kaupa, võrreldes börsil kaubeldavate võlakirjadega. Madal kauplemissagedus võib peegeldada suhteliselt suuri kauplemiskulusid, mis omakorda võivad olla tingitud suuremast informatsiooni asümmeetriast, arvestades ettevõtete võlakirjade alusväärtuse erinevust, võrreldes valitsuse võlakirjadega. Turul toimivad institutsionaalsed investorid ja erainvestorite ligipääs on piiratud. Võimalike kahjude kompenseerimiseks, paremini informeeritud investoritele, suurendavad diilerid suurte tehingute korral hinnavahesid. See, et kulud vähenevad kauplemismahu suurenedes, võib olla põhjustatud ka tsentraalse mehhanismi puudumisest. Hästi funktsioneeriv turg tagab investorile likviidsuse, mis aga omakorda on lai mõiste ja hõlmab eneses paljusid eri omadusi. (Bessembinder ja William 2008: 217-225)

Börsivälise esmaturul toimivad suhted turuosaliste vahel on toodud joonisel 2.



**Joonis 2.** Börsiväline esmaturul toimub läbirääkimiste mehhanism (autori koostatud).

Joonisel 2 on toodud esmaturul toimuv läbirääkimiste mehhanism, kus emitent suhtleb esindajaks valitud maakleriga, kes omakorda peab eraldiseisvaid läbirääkimisi üksikute

investoritega. Emitent ja investor võivad tihti olla turul esindatud ajutiselt (või pigem episoodiliselt), aga maakler on turul kui professionaalse (või pigem pideva) esindatusega tegija. Sellest nähtub ka maakleri (või emisiooni nõustaja) tsentraalne roll informatsiooni omamisel ja vahendamisel, seda just (esma)turul toimimise mõttes.

Tehingukulud börsivälisel võlakirjaturul langevad oluliselt kauplemissuure tõustes. Kõrge reitinguga või värskest emiteeritud või tagasimakse lähedale jõudnud võlakirjadel on väikseimad tehingukulud. Ning avalikud turutegijad võidaks oluliselt turuhindade läbipaistvuse suurenemisest (Edwards *et al.* 2007: 1422). Goldstein *et al.* (2007: 235-239) soovust leiavad, et harva kauplemise korral, ei oma ettevõtete võlakirjaturu läbipaistvuse suurendamine olulist positiivset mõju turu likviidsusele ning järeldavad, et kauplemiskulude alla viimine sõltub pigem investori läbirääkimisoskusest.

Turul kauplemist on palju uuritud, soovust börsivälisel turul kaubeldavate ettevõtete võlakirjade kauplemise kohta leidub vähe informatsiooni. Kauplemisega kaasnevad kulud on madalamad suurte tehingute korral. Väikesed institutsioonid maksavad kauplemise eest rohkem kui suured, muus osas erinevused puuduvad. Samuti küsivad väikesed diilerid suuremat vahendustasu võrreldes suurtega. Ei ole võimalik välja tuua, et madala reitinguga võlakirjade kauplemisel, kaasneksid suuremad kauplemiskulud. (Schultz 2001: 698)

Rahvusvaheline Kapitaliturgude ühing toob välja kolm põhjust, miks kaubeldakse võlakirjadega börsivälisel turul (So why... 2014):

- võlaväärtpaberite (*debt securities*) rohkus võrreldes kapitaliinstrumentidega;
- keskmiselt kaubeldav võlakiri suurus on oluliselt suurem kapitalitoodetest;
- erinevalt kapitalitoodetest toimub võlakirjade kauplemine ebaregulaarselt, mistõttu puudub pidev ostjate ja müüjate olemasolu turul ning seetõttu ei suudeta säilitada tsentraalse turu olemasoluks vajalikku likviidsust.

Seega eksisteerib kahepoolne turg väga harvadel hetkedel ja turu likviidsuse tagavad diilerid, kes toimivad turu kahe osapoole jaoks vahepuhvrina. Diilerid või maaklerid võtavad enda kanda vahendamise ja realiseerimisega seotud riske ning tegelevad ostuorderi saamisega kliendilt sobiva võlakirjainvesteeringu otsimise ning

hinnaläbirääkimisega. Ühtlasi saab maakler tasu ostja ja müüjaga kokkulepitud hindade vahe pealt. (*Ibid.*)

Varjatud turuga kaasnevad eripärad. Müüja korduv kontakt ostjatega bilateraalse iseloomuga turul (st kauplemisel paarides), toob välja müüja vähenenud võimalused välisel turul ja halvendab müüjale pakutavat hinda. Samuti võib börsivälisel turul teatud juhtudel realiseeruda parem hind võrreldes esmaoksjoniga avatud pakkumisel. Saadav hind on oksjoni kaudu emiteerides tundlikum tasuvusega seotud info suhtes võrreldes läbirääkimiste kaudu teostatava emissiooniga. Tsentraalse oksjoniga tekib kiirem hinnainfo levimine võrreldes bilateraalse müügiga. (Zhu 2012: 1257,1278)

Varade väärtused börsivälisel turul on mõjutatud mittelikviidsusest, mis on seotud otsimise ja kauplemisega. Pakkumise-küsimise hinnavahed on väiksemad juhul, kui investoritel on kerge ligipääs paljudele turul tegutsevatele maakleritele. Monopoolsete turutegijate korral on pakkumise-küsimise hinnavahe suurem, kui investoritel on kerge ligipääs turule. (Duffie *et al.* 2005: 1815)

Üks olulisi võlakirjaturu mõjureid on investeerimistaseme hinnangud. Muudatused reitingute kriteeriumites ja sellega kaasnevas ümberhindamises võivad põhjustada suuri muudatusi kapitaliturgudel, sest paljud institutsionaalsete investorite positsioonid on seotud järgalt reitingutega. Chen *et al.* (2014) näitavad, et sellest, kuidas varaklass on "sildistatud", sõltub ka see, kui pikalt on investor nõus investeringut hoidma ja selle kaudu mõjutab ta kaudselt ka turu hindu. Nad järeldavad, et väikesearvuliste osapooltega turgudel, nagu seda on ka börsiväline turg, viivad järsud muutused omanike struktuurides hinnamuutusteni, mis on suuremad ja püsivamad, kui nõudluse šokid likviidsetel kapitaliturgudel. Seega on ettevõtete võlakirjaturud juba loomult kohad, kus kujunevad välja segmenteerumisega kaasnevad efektid.

### **1.3. Börsiväliste võlakirjade emiteerimine**

Emiteerimine, kui võlakirjade käibele laskmine tuleneb ladinakeelsest sõnast *emittere* (Alver, J., Alver, L. 2011: 263), mis laiemas plaanis tähendab igasugust välja laskmist, aga kitsamas tähenduses on kasutusel vaid raha ja väärtpaberite juures (Mereste 2003: 162).

Börsivälised võlakirjad langevad ka rämps võlakirjade (*junk bonds*) liigituse alla, mida aga ei saa klassifitseerida kui eraldi võlakirja liiki, vaid tegu on lihtsalt kõrge riskiga, madalalt väärtustatud võlakirjaga, mille võlareiting on alla investeerimiskvaliteedi taset, kuni maksejõetuseni välja. Kõrge risk ja sellest tulenev suur tulumäär on ka rämps võlakirjade populaarsuse põhjus. Üldiselt on nad heaks investeringuks, kui majandus on kõrgfaasis. Madalseisu ajal seevastu suureneb oluliselt emiteeritud ettevõtete maksevõimetus. (Faerbergi 2009: 115-117)

Ettevõtted võivad avaliku võlakirjaemissiooniga kaasnevate suurte kulude vältimiseks müüa võlakirjad kinnisel turul (*private placement*). Sellise lähenemise varjuküljeks investori jaoks on kasinamad võimalused väärtpaberi uuesti müümisel, samas ei ole paljud ettevõtted sellest hoolinud, mis on loonud soodsad võimalused turu tekkeks. Tihti peetakse läbirääkimisi võlaandja ja võõrkapitali vajaja vahel otse, kuid kui emissiooni maht on ühe laenu väljastava institutsiooni jaoks liiga suur, siis kaasatakse kolmas osapool, milleks on tavaliselt investeerimispank, kes koostab prospekti ja identifitseerib võla ostjad. Kuna kinnisele turule võla müümine on oluliselt odavam, siis põhilise eelise suletud turul tegutsemisel saavad ettevõtted, kelle emiteeritav võla maht on väike. (Brealey *et al.* 2011: 382)

Vahendajate kaudu emiteeritavate võlakirjade maakleri huvid on vastuolus tema kliendi huvidega, sest vähendavad tehingu tulusust. Seetõttu toimivad maaklerid pigem kui müügimehed. On maaklerid, kes toimivad kui vaheomanikud (*principals*) ning kes ei anna välja informatsiooni saadava tulu kohta. Samuti on olemas maaklerid, kes toimivad kui agendid ning küsivad kas kindla vahendussumma, töötavad tunnitasu või vahendusprotsendi alusel. Kuna agendina toimivad vahendajad on sunnitud andma infot vahendustasu kohta, siis on nende eelistamine otstarbekas, kuna puudub finantshuvide konflikt. (Wild 2007: 224)

Kauplemiskulud on seotud likviidsusega. Kauplemiskulud sõltuvad hinnavahest, mis avaldub küsitava ja pakutava hinna vahes. Hinnavahe muutub ajas ning sõltub ka kauplemismahtudest. Selline määramatus tekitab likviidsusriski, mis suurendab investorite riskipremiat. Sellest tulenevalt on mittelikviidsed võlakirjad suurema tulumääraga, mitte ainult suure küsitava ja pakutava hinnavahe tõttu, vaid ka investorite

poolt kauplemiskulude määramatusega kaasneva nõutava tulumäära võrra. (Fabozzi *et al.* 2006: 22)

Melnik ja Nissim (2003: 284) esitavad kolm kulukomponenti, mis emissiooniga seonduvad:

- korraldaja tasu – ühekordne korraldamise eest küsitav tasu;
- korraldaja hinnavahe – pakutava hinna ja emitendile garanteeritava hinna vahe;
- alahindamine – turuhinna ja pakkumishinna vahe.

Tüüpselt on suuremahulistel emissioonidel väiksem hinnavahe võrreldes väikeste emissioonidega, mis on osaliselt tingitud müügiga kaasnevatest püsikuludest, kuid samuti on suuremahulised emissioonid seotud suuremate ettevõtetega, kes on tuntumad ja kergemini monitooritavamad. (Brealey *et al.* 2011: 378)

Emissiooni korraldustasud tõusevad krediidiriski ja kestvusega, kusjuures emissiooni suurus ei oma tähtsust. Korraldajad hinnastavad osa komponente otse (muutes oma tasu) ja teisi kaudsete meetoditega (muutes garanteeritavat hinda). Kaks põhikomponenti (tasu ja hinnavahe) on negatiivses korrelatsioonis. (Melnik ja Nissim 2003: 284). Darius ja Puthenpurackal (2005: 863) mainivad, et kuigi põhilise kulu moodustab koguemissiooni hinnavahe, tuleb sõltuvalt asukohariigist arvestada ka kaasnevate registreerimistasudega ja/või ka maksudega. Avalike emissioonidega võivad kaasneda ka kapitalinõuded. Kuigi Melnik ja Nissim (2003: 295) ei leia alahindamise esinemist, siis Cai *et al.* (2007: 2044) leiavad, et seda esineb nii esmaste kui ka hilisemate emissioonide korral ja on suurim riskantsemate ja tundmatute ettevõtete juures. Emissiooni allahindamise põhjusteks toovad nad informatsiooni probleemi (sh informatsiooni asümmeetria teooria) esinemise.

#### **1.4. Börsivälise turu informatsiooni asümmeetria**

Tavaliselt on ettevõtete juhtidel eelis turu ees, nägemaks ette ettevõtte eripäraga seotud sündmusi. Selline olukord tekitab informatsiooni asümmeetria ettevõtte juhtide ja turu vahel. Asümmeetria suurus võib olla erinev sõltuvalt ettevõtte elutsüklist. Selle tähtsus suureneb iga kord, kui ettevõtte siseneb kapitaliturule ja seega on juhtidel võimalus võita turu arvelt varjates informatsiooni. (Dierkens 1991: 181)

Informatsiooni asümmeetria põhineb ideel, et ettevõtte juhid teavad rohkem oma ettevõtte väljavaadetest, riskidest ja väärtustest, kui välised investorid (Brealey *et al.* 2011: 460).

Börsivälisel turul on hinna dispersioon seletatav fikseeritud kulude või vara riskiga diilerite jaoks ja otsimiskuludega investori jaoks või on põhjustatud informatsiooni asümmeetriast. Likviidsus on tegur investeerimisotsuse tegemisel ning erilist tähtsust omab see börsivälisel turul, mis oma bilateraalse toime tõttu on ebalikviidne. Turu likviidsuse määravad ära põhiliselt emissiooni maht, kestvus, vanus, reiting, pakkumise-nõudmise hinnavahe ja kauplemise maht. (Jankowitsch *et al.* 2008: 1-6)

Börsiväline turg on mittelikviidne, s.o turg mida iseloomustab likviidsuse puudujääk. Ideaalsel finantsturul puuduvad kauplemistakistused, mis vähendaksid turu likviidsust. Turgude ebatäiuslikkuse aluseks on informatsiooni asümmeetria, erinevad kauplemisskulud ja finantseerimispiirangud. Vayanos ja Wang (2012: 2,3) toovad välja kuus põhilist turu ebatäiuslikkuse allikat:

- transaktsioon – agendid maksavad teostatavate tehingute eest;
- osalemine – ideaalsel turul on kõik osalised pidevalt olemas, tegelikkuses kaasneb turul eksisteerimisega ka kulubaas;
- asümmeetriline informatsioon – tegelikul turul agentidel on erinev info, kuna neil puudub ühene ligipääs informatsiooni allikatele;
- ebatäiuslik konkurents – agendid suudavad tegelikul turul mõjutada hindu, kas oma suuruse või omatava informatsiooni tõttu;
- rahastamispiirangud – agendid ei saa tegelikul turul kasutada piiramatut rahastamist, laenamine turult on piiratud;
- otsimine – paljud turud ei ole tsentraalselt organiseeritud ja toimivad bilateraalselt, nagu nt börsiväline turg.

Ettevõtete võlakirjade börsivälise turu likviidsus on põhimõttelise erinevusega avatud kauplemisega börsiturgudest. Müügi ja ostupakkumiste suhe ei oma sama tähendust, kuna turud on fundamentaalselt erinevad. Suurema krediidiriskiga võlakirjadega kaasneb ka suurem likviidsusrisk. Seega on tähtis turul toimuva kauplemise läbipaistvus

ja tsentraalse turul hinnainfot koguva organisatsiooni tähtsust. (Jankowitsch *et al.* 2012: 35).

Suurenenud läbipaistvus parandab turu jaotuse efektiivsust, kuid suurendab varaga seotud kulusid, mis omakorda viib suurenenud hinnadispersioonini. Suurem läbipaistvus turul suurendab heaolu, kuid ei paranda Pareto-efektiivsust. Suure riskitaluvusega investorite jaoks varadega seotud kulud domineerivad turu efektiivsuse üle. (Cujean ja Praz 2014: 1, 20)

Küsimise-pakkumise hinnavahe, vastupidiselt üldlevinud seisukohtadele, võib olla börsivälisel, asümmeetrilise informatsiooniga turul, madalam ning informatsiooni asümmeetria võib vähendada heaolu kadu võimekate turutegijate olemasolul. Kuigi informatsiooni asümmeetria mõju turuhindadele ja likviidsusele on palju uuritud, ei ole siiani head mõõdikut selle mõõtmiseks. Üks põhilisi võimalusi on vaadelda olukordi, kus väärtpaberi (välja)makse tinglik variatsioon on mitteinformeeritud juhul suurem kui informeeritud juhtumil. (Liu ja Wang 2013: 19)

Informatsioon jaotub börsivälisel turul väga efektiivselt, kuid mitte tõhusalt. Süstemaatiline informatsiooni jaotuse moonutus ei ole turutegijate jõu tulem, vaid on tingitud diilerite erinevatest hinnangutest varadele, kes kalduvad tähtsamaks pidama tehingu vastaspoolega seotud riske võrreldes informatsiooniga seotud pingetega. (Babus ja Kondor 2013: 2-6)

Läbi avaliku võrdlusindeksi on võimalus vähendada heaolu kadu varjatud turgudel, kuigi see ei pruugi meeldida osadele turul tegutsevatele maakleritele. Võrdlusindeks vähendab monopoolset jõudu ja viib alla diileri keskmise tasu. Diilerid on nõus võrdlusindeksi kasutusega juhul, kui vähenev kasum saab olema kompenseeritud tehingumahtude tõusu kaudu. Võrdlusindeks võimaldab vähendada informatsiooni asümmeetriat maaklerite ja klientide vahel ning suurendada turu läbipaistvust. (Duffie *et al.* 2014: 32)

Börsivälisel turul on tähtis avatus konkurentsile. Konkurentsita turul eksisteerivad kokkulepete võimalused suunavad maaklereid turuinfo varjamisele, samal ajal kui konkurentsile avatud turg stimuleerib maaklereid vähendama turu varjatust (Zhong

2012: 1). Suurem informatsiooni asümmeetria viib suureneva riskipreemiani, mis omakorda tähendab ka suurenenud kapitali hinda, lisaks on vahe ka suurtel ja väikestel majandustel, sest suurtes majandusruumides idiosünkraatilist riski ei hinnastata (Hughes *et al.* 2007: 706).

Informatsiooni asümmeetria turu mikrostruktuuris baseerub määratlusel, et turu likviidsus ja transaktsioonikulud (ehk nõudmise pakkumise vahe) koosnevad kolmest põhikomponendist, s.o orderi menetlusest, väärtuse määratlemisest ja kahjulikust valikust (*adverse selection*). Kahjulik valik tasakaalustab likviidsust, tagades tehingud paremini informeeritud kauplejatega ning suureneb, kui informatsiooni asümmeetria tõuseb. (Bharath *et al.* 2009: 3213)

Informatsiooni asümmeetria on paratamatu nähtus varjatud turutoime juures, kuid seda on võimalik vähendada, kasutades õiget raamistikku turu regulatsioonis. Informatsiooni asümmeetriast mõjutab ka ettevõtete finantseerimise valikuid, mis omakorda mõjutab ettevõtete kapitali struktuuri kujunemist.

## **1.5. Börsivälised võlakirjad finantseerimisinstrumendina ettevõtte kapitali struktuuris**

Ettevõtte juhatus omab ettevõtte kohta rohkem informatsiooni kui omanikul. Informatsiooni asümmeetria mõjutab finantseerimise valikut, kas kasutada siseseid või väliseid finantseerimisallikaid ning otsuseid võõr- või omakapitali kasutamise osas. See viib finantshierarhiani, kus investeringute finantseerimiseks kasutatakse esmaselt sisemisi allikaid, reinvesteeringutes senise tulu, seejärel kasutatakse ära võõrfinantseerimise võimalused ja viimasena kasutatakse omakapitali laiendamist. Omakapitali suurendamist kasutatakse alles siis, kui kõik eelnevad finantseerimisallikad on ammendatud. Investorid ei ole sama hästi informeeritud, kui ettevõtte juhatus ning seega ei pruugi ettevõtte omakapitali turuväärtus langeda kokku juhatuse poolt hinnatud väärtusega, mistõttu nii juhatus kui ka investor, eeldusel, et nad käituvad ratsionaalselt, eelistavad välise kapitali kaasamisel laenu kasutamist juhul, kui nende laenuvõime ei ole ammendunud. (Brealey *et al.* 2011: 461)



Ettevõtte peaks eelistama pangalaenule võlakirju, sest nendega on võimalik vältida pankade monitoorimiskulusid, mistõttu saavutatakse keskmisest madalam laenu kulu. Avatud börsiturg tagab omakorda madalamad kulud võrreldes börsivälisega, kuna on avatud konkurentsile, kui ka tänu oma krediidiireitingute süsteemile. (Contessi 2013: 1)

Finantshierarhia teooria ei anna siiski ammendavat vastust kõikide firmade lõikes. Näiteks kõrgtehnoloogilised ettevõtted ja kiire kasvu faasis ettevõtted kelle varad on põhiliselt immateriaalsed ja seega pankrotikulud kõrged, vajavad pigem konservatiivset finantspoliitikat ning väldivad laenu (*Ibid*). Berk *et al.* (2012: 486) rõhutavad, et ettevõtete võlakordajad erinevad rohkelt majandusharude lõikes, aga samamoodi võib eksisteerida ka suur erinevus samas majandusharus konkureeriva kahe ettevõtte vahel. Baker ja Wurgler (2002: 29) toovad sisse ka käitumusliku mõju kapitali struktuurile, ehk ettevõtted teevad omakapitali emissiooni palju tõenäolisemalt, kui turud on kõrgfaasis ja omakapitali hind suhteliselt kõrge võrreldes raamatupidamisliku väärtusega. Samuti teostatakse turult tagasioste juhul, kui turuhind on madal. Sellise tegevuse mõju omab pikaajalist toimet kapitali struktuurile, olles kumulatiivse toimega turul toimunu suhtes. Neile oponeerib aga Hovakimian (2006: 221), kes nõustub küll turu hinnataseme mõjuga kapitali struktuurile, kuid ei leia, et need mõjud oleks ajas kestvad ja omaksid pikaajalist mõju kapitali struktuurile.

Kapitali struktuuri valiku mõjuriks on kahjuliku valik. Ettevõtte ei soovi emiteerida omakapitali juhul, kui seda peab müüma allahindlusega, et leida ostjaid. Seetõttu võivad nad otsida alternatiivseid viise finantseeringu saamiseks. Aga ka võõrkapitali emiteerimisega võib kaasneda kahjulik valik, s.o madala riskiga võla hind on määratud pigem turutaseme poolt, mitte konkreetset ettevõtet või projekti puudutava info poolt. Allahindlus, leidmaks võlale ostja, on siiski madalam võrreldes omakapitali emiteerimisega. Ettevõtted saavad aga allahindlust vältida täielikult, kui nad kasutavad sisemisi finantseerimisallikaid, mis loob võimaluse vältida kahjulikke valikuid (Berk *et al.* 2012: 486).

Suure kasumlikkusega ja väiksemate investeeringutega ettevõtetel on suuremad dividendide väljamaksed, mis kinnitab finantshierarhia teooriat, mille järgi suurema kasumlikkusega ettevõtted kasutavad vähem finantsvõimendust. Laenukapitali

kasutatakse vaid lühiajaliste investeeringute ja tulu kõikumiste absorbeerimiseks (Fama ja French 2000: 29-31).

Lai tõendusmaterjal viitab negatiivsele seosele sisemise finantseeringu (kasum) ja võõrkapitaliga finantseerimise vahel. Seda seost on tõlgendatud kui finantshierarhia teooria tõendust. Samas, selline negatiivne seos on täheldatav just selliste ettevõtete osas, kes kõige väiksema tõenäosusega on sunnitud kasutama kallist välist finantseeringut (nt ettevõtted, kes suudavad omada reitingut). Spektri teise ossa jäävatel firmadel on välise finantseeringu kaasamine tugevalt seotud sisemiste vahendite olemasoluga. Selline ettevõtete segmenteerumine võimendub makroökonomilises raamistikus, mis kitsendab kapitali kaasamist. (Almeida, Campello 2010: 589)

Ettevõtete valikud võõrkapitali osas on erinevad. Suurema pangalaenuga ettevõtetel on rohkem raha ning investeeringuid, kuid madalam kapitalirisk. Ettevõtted suurema erakapitali päritolu laenudega (mitte pangalaen) omavad rohkem raha, madalam omakapitali riski ja madalamad investeeringuid. Ettevõtted, kellel on palju kasutamata krediidiiline, omavad vähem raha ja neil on väiksem omakapitali riskitase, aga suuremad investeeringud. Finantseeringu vahendajate monitoorimise intensiivsus suureneb proportsioonis laenukapitali mahuga. Sõltuvalt laenuandja tüübist erakapitali päritolu laen leevendab informatsiooni asümmeetriat või varade asendamist, või mõlemat. Informatsiooni asümmeetriast tulenevalt on ettevõtetel tahe hoida puhvrit, et vältida alainvesteeringut olukordades, kus sisemine rahavoog ei osutu küllaldaseks ettetuleva positiivse nüüdisväärtusega projekti tarbeks (Liu 2006: 295).

Informatsiooni asümmeetria omab olulist mõju ettevõtete finantsvõimendusele ja kapitali struktuurile, kuid finantshierarhia teooria on siiski vaid osaliselt edukas seletamaks ettevõtete otsuseid kapitali struktuuri kohta (Bharath *et al.* 2009: 3212-3214).

Vastupidiselt finantshierarhia teooria eeldustele jälgivad omakapitali emissioonid palju täpsemini ettevõtete finantseerimisvajadusi võrreldes võlaemissioonidega. Kuigi suured ettevõtted käituvad tihti finantshierarhia teooriast lähtuvalt, on finantseerimise puudujääk vähem tähtis asjaolu, seletamaks laenamist üle kogu firmade spektri (Frank ja Goyal 2003: 241).

Palju vaieldakse ka selle üle, mis juhtudel ja mis määral finantshierarhia teooria paika peab. Jalal (2007: 22) sõnul ei saa finantshierarhia teooria eeldusi jäigalt rakendada. Näiteks võib eeldada, et väiksema läbipaistvusega turgudel on suurem trend täiendava laenu võtmise suunas, kuna nendes maades informatsiooni asümmeetria ja kahjulik äripoliitika põhjustavad rohkem probleeme. Ja nii see ka on (*Ibid.*). Shyam-Sunder ja Myers (1999: 219) leiavad, et võrreldes staatilise kompromissi teooriaga, mis otsib optimaalset võlamäära, seletab aga finantshierarhia teooria esmaseid finantseerimise valikuid paremini.

Arenevate turgude ettevõtete laenamine erineb arenenud turgude ettevõtete laenamisest, kuna tihti puudub ligipääs rahvusvahelisele võlaturule. Pankade monitoorimiskulud põhjustavad pangalaenu mahtude ammendumist kiiremini võrreldes võlakirjaturuga, kuna riskid ja intressimäärad suurenevad (mis viitab kahjuliku äripoliitika olemasolule). Kõrge poliitilise ja majanduse riskitasemega riikide laenajatel puudub ligipääs rahvusvahelisele võlakirjaturule. Laenajad natuke madalama poliitilise ja majandusliku riskiga riikidest emiteerivad rämps võlakirju. Nendest veelgi madalama riskitasemega riikides kasutatakse põhiliselt pangalaenu ja kõige madalama riskitasemega riikides emiteeritakse investeerimisreitinguga, kõrge kvaliteediga, võlakirju. (Hale 2001: 1)

Tüüpselt eeldatakse, et kapitali saadavus sõltub vaid ettevõtte näitajatest, kuid kapitali struktuur sõltub ka turu olukorrast. Ettevõtted millel on ligipääs võlakirjaturudele, ehk siis võlareitingut omavad ettevõtted, omavad oluliselt suuremat finantsvõimendust. Tähtsaim määraja ei ole reitingu aste, vaid pigem selle olemasolu, mis tagab ligipääsu võlakirjaturule. (Faulkender ja Peterseni 2006: 45)

Analoogselt valikuga võla või omakapitalifinantseeringu üle, tekib küsimus ka võla valiku aluste kohta - mis põhjustab valikuid võlakirjade või pangalaenude kasuks? Fiore ja Uhlig (2005: 5) järgi sõltub valik finantsturgude toimimise printsiipidest. Nii on näiteks euroalas suurem pangalaenuga finantseerimise osakaal võrreldes USA-ga, kuna ettevõtete krediitvõimekuse kohta saadav info on avalikult raskesti kättesaadav ja pangad on oluliselt efektiivsemad selle info kättesaamisel. Samuti on mõjuriks riikide SKP *per capita* (*Ibid.*).

**Tabel 1.** Pangalaenu ja võlakirjafinantseeringu võrdlus (Bradley *et al.* 2012: 7)

Võlakiri	Pangalaen
Pikem tähtaeg	Lühem tähtaeg – suurem refinantseerimisrisk
Fikseeritud intressimäär – kasulik ärimudelile	Tavaliselt ujuv intressimäär
Investor ei nõua eelmakset makset – fookus pikaajalisusel	Üldjuhul eelmakse (nt lepingutasu), aga paindlik
Investor on passiivne ja organiseerimatu – vähem sekkumist ettevõttele	Tugev (lepinguline) seotus laenuandjaga
Raske muuta tingimusi	Paindlikud tingimused – kliendisuhe laenuvõtjaga
Kergemad tagatised	Täpselt määratud tagatised koos hilisema monitoorimisega
Pankrott – tüüpselt puudub võimalus saneerimiseks	Pankrott – võimalus saneerida läbirääkimiste kaudu
Üks tehingu sulgemine	Väiksem tururisk kuna võimalik paindlik väljamakse
Odavam, kuid tuleb arvestada tehingu-, omamis-, reitingu-, vms kulusid	Kulud lepinguga määratud
Reitingud vajalikud	Reiting ei ole vajalik
Avalik tähelepanu, puudub konfidentsiaalsus	Võimalik vältida avalikku tähelepanu

Tabelist 1 on näha erisused, mis on pangalaenul võrreldes avatud turul kaubeldava võlakirjaga. Börsivälise võlakirja puhul tuleks aga arvestada rea erinevustega võrreldes börsil noteeritud võlakirjaga. Näiteks saab suletud turul ettevõtte vältida reitingu hankimise kulusid, kuigi see kajastub ka võla hinnas (ehk kõrgemas intressimääras). Samuti ei dikteeri börsivälisel turul tsentraalne organ lepingutingimusi, vaid need lepitakse kokku kahepoolsete kõnelustega, mis võimaldab kasutada pangalaenule omast paindlikkust. Tururisk on pangalaenu korral aga väiksem, kuna lepingujärgset laenu ei pruugi välja võtta ühe korraga, vaid paindlikult, sõltuvalt finantseerimisvajaduse suurenemisest (nt etapiti ehitusprotsessi käigus), mis võimaldab hoida kokku intressikulusid kasutamata võla mahult.

Võrreldes ettevõtete finantseerimise valikuid sündikaatlaenuga või võlakirjade emiteerimisega börsil, ilmnes, et suured ettevõtted, mis kasutavad suurt finantsvõimendust ja on kontrollitava kasumiga ning kõrgema likviidsusega, tavatsevad eelistada sündikaatlaene võrreldes võlakirjade noteerimisega avatud turule. Seevastu ettevõtted, kellel on palju lühiajalisi kohustusi ning kellel tajutakse olevat rohkelt kasvuvõimalusi, eelistavad võlakirjade kaudu finantseerimist. (Altunbas *et al.* 2009: 5)

Kuigi on palju teaduskirjandust, mis käsitleb teemat, kas kapitali struktuuri kohta on paikapidavam staatilise kompromissi teora või finantshierarhia teooria, ollakse pigem jõutud arusaamisele, et hea kirjelduse saab kapitali struktuuri kujundamise otsuste kohta anda siis, kui neid teooriaid vaadeldakse koos, ehk teineteist täiendavatena.

## **2. AASTATEL 2004 KUNI 2014 EESTIS EMITEERITUD BÖRSIVÄLISTE VÕLAKIRJADE ANALÜÜS**

### **2.1. Ülevaade Eestis emiteeritud börsivälistest võlakirjadest**

Väärtpaberiturg Eestis on reguleeritud Väärtpaberituru seadusega, mis § 1 järgi on suunatud avaliku turu reguleerimisele ja järelvalvele (Väärtpaberituru seadus 2015). Väärtpaberite registreerimine on reguleeritud Eesti väärtpaberite keskregistri seadusega, mille § 2 lg 1 p 2 järgi on juriidilistele isikutele kohustuslik registreerida emiteeritud võlakohustused, mille pakkumise prospekt tuleb väärtpaberituru seaduse kohaselt Finantsinspeksioonis registreerida (Eesti väärtpaberite... 2014). Seega võib jagada Eesti börsivälised võlakirjad kaheks liigiks. Need mis ei ole börsil registreeritud, aga on emiteeritud läbi avaliku pakkumise, mistõttu neile kohandub registreerimiskohustus ja prospekti registreering Finantsinspeksioonis ning mitte avalikult emiteeritud võlakirjad, mille registreerimine on vabatahtlik. Väärtpaberituru seaduse § 12 lg 2 määratleb ka mitte avalikuks pakkumiseks loetava emissiooni tingimused:

- müük kutselistele investoritele või;
- mittekutselisi investoreid peab olema vähem kui 150 või;
- minimaalne investering investori kohta 100 000 eurot või;
- minimaalne nimiväärtus 100 000 eurot või;
- alla 100 000 eurose mahu korral üheaastane ajavahemik.

Nendest tingimustest on nähtavad ka põhjused miks börsiväline turg on Eestis eelkõige professionaalsete investorite või jõukamata jaeinvestorite turg, olles jaeinvestori jaoks raskesti ligipääsetav. Ettevõtte seisukohast aga tähendab avalik pakkumine ka natuke suuremat kulubaasi, mis seondub prospekti koostamisel Finantsinspeksiooniga kooskõlastamise kohustusega, lisaks võib see tähendada ka täiendavat ajakulu bürokraatlike protseduuride ja nõuete tõttu. Samas on väärtpaberite registreerimisel ametlikus registris palju eeliseid, tagades nii investori kui ka emitendi paremini

määratletud õigusliku positsiooni, madalama kulubaasi edasisteks toiminguteks ning ka suurendades turu ja ettevõtte läbipaistvust (Äriühingu väärtpaberite... 2015).

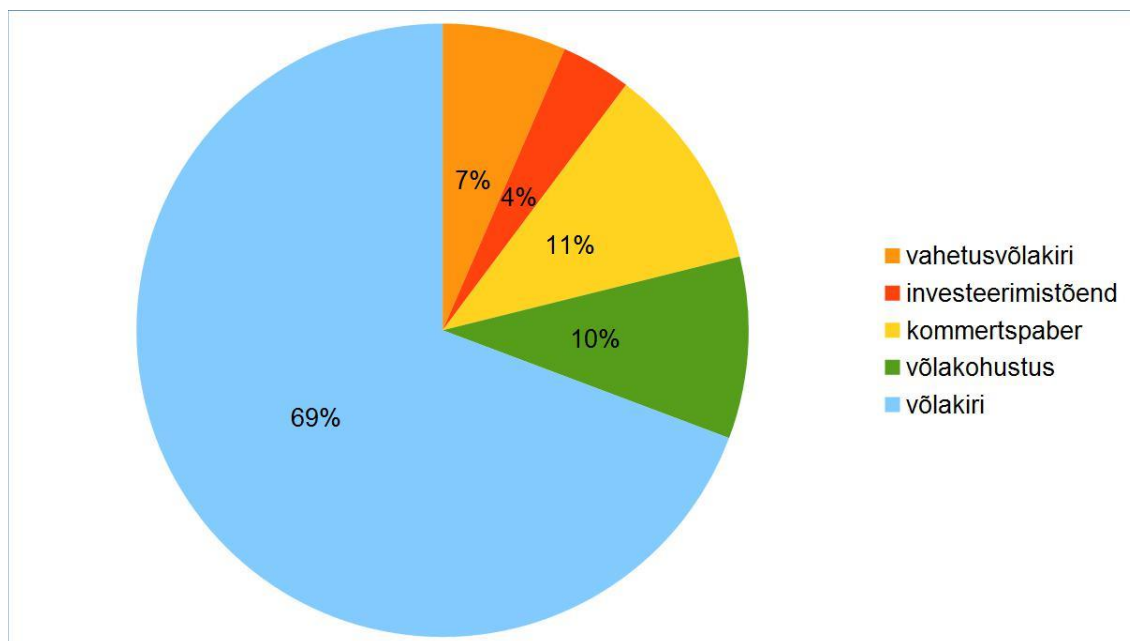
Eesti võlakirjaturust on paljude ettekannetega esinenud Aare Tammemäe AS Redgate Capitalist, kes iseloomustab võlakirjaturgu järgmiste omadustega (Must 2015):

- võlakirjad on üldjuhul 1–4aastased ning intressimaksed on kvartaalsed;
- Suured ettevõtted pakuvad intressimäära alla 4% ning väike- ja keskmise suurusega ettevõtted 7–16%;
- tavaliselt tehakse suunatud pakkumisi piiratud arvule investoritele;
- võlakirjaemissioonid ei ole reeglina börsil noteeritud;
- investorite arv emissioonides üldjuhul alla 20;
- ülekaalus tagatud võlakirjad. Tagatiseks on laenulepingutest tulenevad nõuded ja muud nõuded, hüpoteegid ja hüpoteegi pandid, osade või aktsiate pandid;
- peamiselt korraldavad võlakirjade emissioone ettevõtted ise;
- võlakirjad on registreeritud elektrooniliselt Eesti Väärtpaberikeskuses ning investoril on kerge neid läbi oma kodupanga omandada. Investor peab omama vaid väärtpaberikontot. Emissiooni suurused sellistel võlakirjadel on üldjuhul alla 5 miljoni euro;
- investoriteks on Balti pensionifondid, portfelliinvestorid ning Balti jõukad eraisikud;
- väike- ja keskmise suurusega ettevõtete võlakirjade puhul on investorid jõukad eraisikud (ettevõtjad, dividendi saajad, kõrgepalgalised), sh privaatpankade kliendid Balti riikidest; mitte-institutsionaalsed investeerimisfirmad ja grupid üle Baltimaade; institutsionaalsed investorid (sh võlakirjafondid) Baltimaadest.

Hetkel on Eestis väärtpaberi keskregistriks AS Eesti Väärtpaberikeskus, kes on valitud selleks riigihanke korras ning kellele on antud ka Eesti väärtpaberite keskregistri seadusega ettenähtud monopoolsed õigused ja kohustused aastani 2020 (AS Eesti... 2015).

Käesoleva töö jaoks on koostatud valim börsivälistest võlakirjadest AS Eesti Väärtpaberikeskuse statistika andmebaasi alusel. Kuna andmebaasi kasutajaliideses ei võimalda kasutada filtreid ning samuti puudub andmete salvestamise võimalus eraldi faili, siis on valimi koostamiseks kasutatud Python 3.4.3 kirjutatud andmete kogujat (vt

lisa 1), millega salvestatakse saadud andmed eraldi CSV formaati. Andmed filtreeritakse esmaselt Eesti residentide järgi. Edasine andmetöötlus on teostatud tabelarvutusprogrammiga Libreoffice Calc. Kokku saadi 459 kirjet, mille jaotus võlakirja liikide lõikes on toodud joonisel 3.



**Joonis 3.** Võlakirjade liigitumine Väärtpaberikeskuse andmebaasis, aastad 2004-2014 (autori arvutused, allikas Eesti Väärtpaberikeskus).

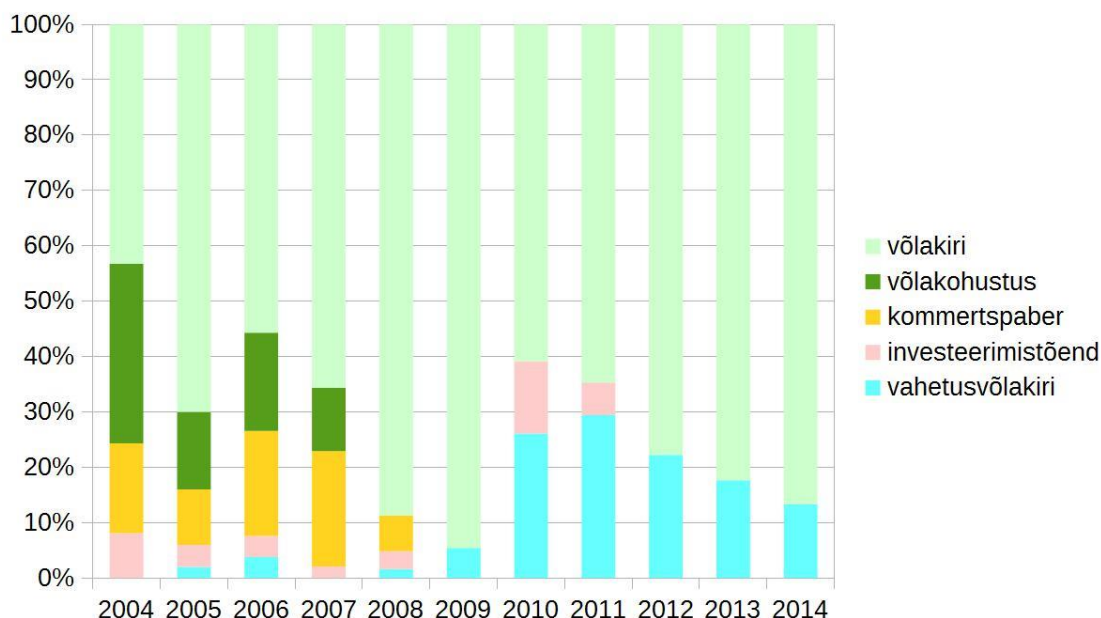
Nagu jooniselt näha, ei eristata andmebaasis võlakirju lühiajalisteks, keskpikkadeks ega ka pikaajalisteks, vaid lähtudes võlakirja tüübist, millede sisu ja täpne määratlus ei ole eraldi kodulehel välja toodud. Saab välja tuua, et registreeritud kommertspaberid on lunastustähtajaga alla aasta, ehk liigituvad lühiajalisteks võlakohustusteks. Vahetusvõlakirjade lunastustähtajad varieeruvad alates 53 päevast kuni kaheksa aastani (keskmine 3,9 aastat), investeerimistõendid on keskpika või pika lunastusajaga (keskmine 4,4 aastat) ning võlakohustused on sisuliselt lühiajalised võlakirjad (keskmine lunastustähtaeg 1,0 aastat). Võlakirja kirje alla on samuti ajaliselt liigitatud kõigi pikkuskategooria väärtpaberid (keskmine 5,0 aastat).

Finantsinspektsiooni koduleheküljel on toodud informatsioon registreeritud avalike võlakirjaprosppektide kohta. On loendatav, et alates aastast 2004 on läbi avaliku pakkumise Eestis teostatud vaid 11 võlakirjaemissiooni, mille prospektid on registreeritud Finantsinspektsioonis (Finantsinspektsiooni poolt... 2015). Enamik neist



on hilisemalt noteeritud ka Tallinna börsil. Erandina saab välja tuua AS Gemhilli, kelle võlakirjad on küll läbinud avaliku pakkumise, kuid ei ole hilisemalt börsil noteeritud.

Aastate lõikes on toimunud rida muutusi registreeringute osakaaludes, need on kajastatud joonisel 4.

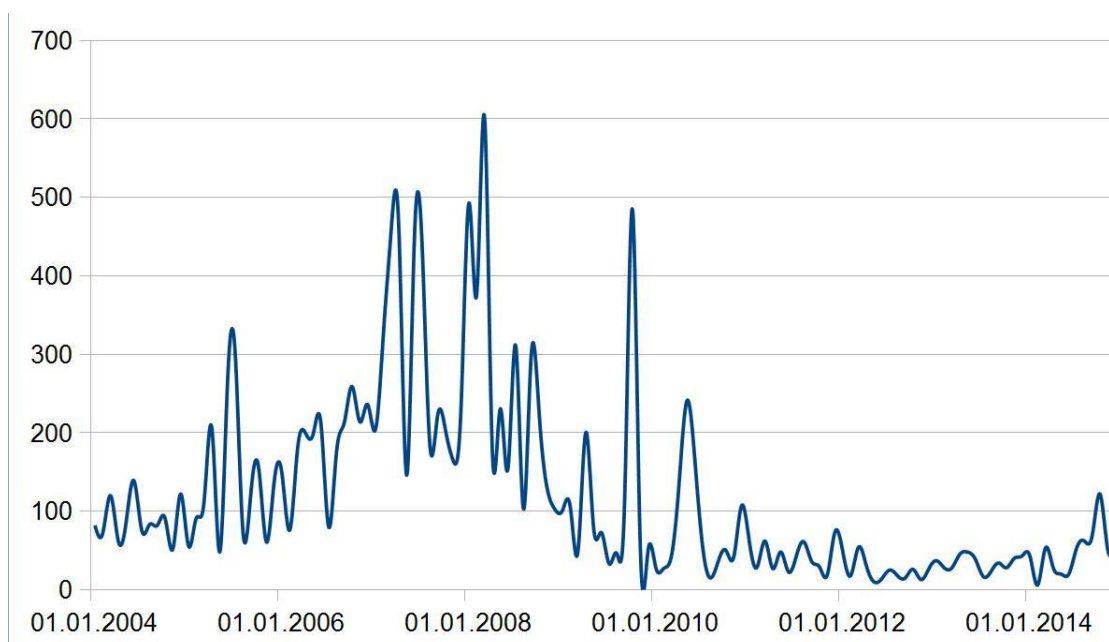


**Joonis 4.** Võlakirjade liikide muutumine, aastad 2004-2014 (autori arvutused, allikas Eesti Väärtpaberikeskus).

Joonisel 4 on toodud registreeritud võlakohustused liigiti, aastate lõikes. Majanduslanguse aastatel on oluliselt suurenenud vahetusvõlakirjade emiteerimine. Üks põhjustest selliseks käitumiseks võib olla vajadus pakkuda investoritele täiendavat teenimisallikat ebakindlatel aegadel, pakkudes samas ka kaitset madalseisu jätkudes - juhul kui ettevõttel peaks hästi minema on võimalik investoril saada osa ka omakapitali kasvust (Baldwin 2013). Analoogne olukord toimus ka maailma suurematel turgudel, kus vahetusvõlakirjade turukapitalisatsioon tõusis, kuni saavutas tipu 2011 aasta veebruaris, seda eriti tugevalt USA turul (Sansome 2012). Täpsemate tagamaade leidmiseks tuleks neid asjaolusid uurida täiendavalt.

Redgate Capitali toob oma esitlusel Eesti võlakirjaturust 2014 a mais välja, et võlakirju hoitakse lunastamiseni ja seetõttu puudub aktiivse kauplemisega turg, tehingud teostatakse börsiväliselt ning lisaks veel negatiivne kogemus pankrotistunud ettevõtete

võlakirjadega (Eesti Võlakirjaturg... 2014). Eesti võlakirjaturu aktiivsusest annab ülevaate tehingustatistika aastatel 2004 kuni 2014, mis on toodud joonisel 5.

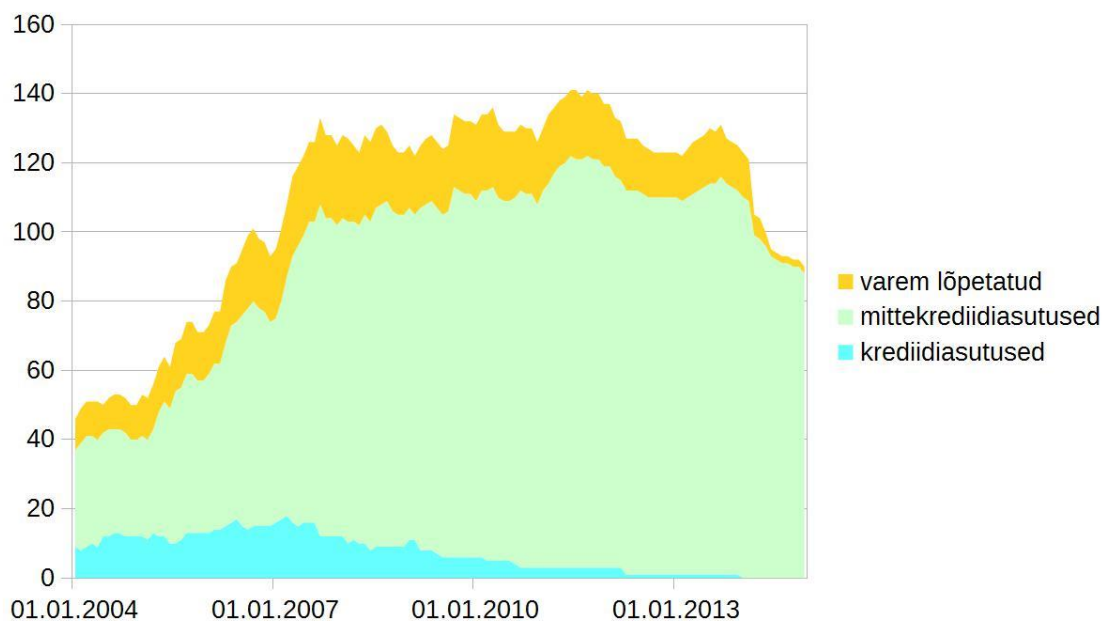


**Joonis 5.** Tehingute arv võlakirjaturul Eestis aastatel 2004-2014 (autori koostatud, allikas: Eesti Väärtpaberikeskus).

Joonisel 5 on toodud tehingute arv kronoloogilises järjestuses, kuude kaupa. Nagu väikesele ja varjatud turule kohane, on tehingute maht väga suures kõikumises. Siiski on näha majanduse jähinemisel perioodil toimunud tehingute arvu langust, püsidest alla 100 kuni 2014. aasta lõpuni. Börsivälist turgu on iseloomustatud kui üksikute harvade tehingutega turgu, see avaldub ka joonisel 6, kus on näha olulist turu jähinemist majanduslangusele järgneval perioodil. Kerge kasv on tekkinud uuesti alles 2014 aasta lõpus. Kuna informatsioon järelturu kohta hõlmab vaid tehingute arvu ja puudub igasugune täiendav kauplemist iseloomustav informatsioon, siis ei ole võimalik kontrollida seost madala kauplemissageduse ja kõrgete kauplemiskulude vahel.

Samuti on võimalik vaadata turu aktiivsuse tõusu kui võrrelda kehtivate võlakirjade arvu (vt joonis 6), mis samuti näitab turu elavnemist aastatel 2005 kuni 2007 ja aeglast kokkutõmbumist viimastel aastatel, millele eelneb majanduslangusele järgnenud lunastustähtajast varasem kustutamine. Varasema kustutamise täpsemad põhjused, kas maksejõuetuse või varasema lunastuse tõttu, aga andmebaasist ei selgu ning selle

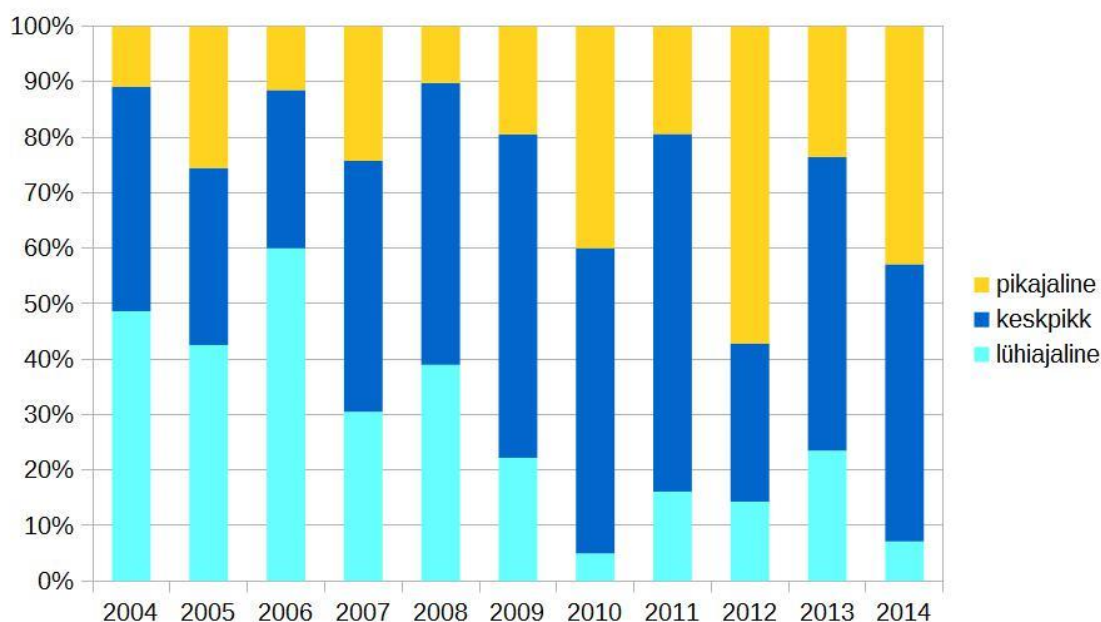
väljaselgitamine nõuaks täiendavat uurimist. Samuti on näha krediitdiasutuste (suurimad nendest nt Bigbank ja LHV) tagasitõmbumist turult majanduslanguse perioodil.



**Joonis 6.** Kumulatiivne kehtivate ja enne lunastustähtaega kustutatud võlakirjade arv Eestis aastatel 2004-2014 (autori arvutused, allikas Eesti Väärtpaberikeskus).

Joonisel 6 on toodud võlas olevate väärtpaberite arv koos enne lunastustähtaega kustutatud võlakirjade arvuga. Koostatud joonis võlas olevate väärtpaberite arvu kohta näitab analoogselt tehingu mahtude kahanemisele, ka võlalepingute kerget mahulist kahanemist, alates majanduslangusest. Suurem inertsus on seletatav varasemalt sõlmitud lepingute pikaajalisusega. Samuti toimub alates aastast 2008 oluline tõus enneaegselt kustutatud võlakirjade osas, mis osa nendest moodustavad aga maksejõuetusega seotud kirjed, vajaks eraldi uurimist, sest seonduvad protsessid on väga pikad, nt Kodumajagrupi AS pankrot kuulutati välja 2010 aastal, aga sisulisest maksejõuetusest oldi teadlikud juba 2009 aasta alguses (Reiljan 2009). Positiivse trendina saab märkida enneaegselt lõpetatud võlakohustuste kahanemist peaaegu olematuks viimastel aastatel, mis on märk turu stabiliseerumisest ja annab selge signaali investorile turu usaldusväärsuse taastumise kohta. Pikas perspektiivis peaks see alandama ka emiteeritavate võlakirjade riskipreemiat, sest nii maksejõuetus kui ka enneaegne tagasimakse on investori seisukohalt käsitletav lisariskina.

Emiteeritud võlakirjade ajalised kestvused ja nende varieeruvus aastate lõikes lunastustähtaegade järgi, on toodud joonisel 7.



**Joonis 7.** Emiteeritud võlakirjade liigitus lunastusperioodide järgi aastatel 2004-2014 (autori arvutused, allikas: Eesti Väärtpaberikeskus).

Kõige suurema osa emiteeritud võlakirjadest moodustavad keskpikad (lunastusvahemik üle ühe ja alla viie aasta) võlakirjad (44%), lühiajalised (lunastusvahemik aasta või vähem) võlakirjad moodustavad 34% ja pikaajalised (lunastusaeg üle viie aasta) võlakirjad ehk obligatsioonid moodustavad 22% emiteeritud võlakirjadest. Oluline muudatus proportsioonides on toimunud kriisijärgsetel aastatel 2008-2010, kus lühiajaliste võlakirjade osakaal on marginaliseerunud ja prevaleerima on hakanud pikaajalised võlakohustused. Samas on keskpikad võlakirjad säilitanud oma populaarsuse läbi aegade mis kinnitab nende populaarsust investorite seas.

Emiteeritud väärtpaberid varieeruvad lunastustähtaegade poolest alates 23 päevast (Alta Foods kommertspaber 03.04.2008) kuni 25 aastani (LHV Ilmarise Kinnisvaraportfelli võlakiri 01.08.2029). Enne lunastuskuupäeva on kustutatud 18,3% võlakirjadest, kusjuures kõige rohkem enne tähtaega (19 a) on kustutatud kõige pikemaajalisem (AS LHV) võlakiri. Keskmine lunastusperiood on 3,2 aastat ja tegelik (kustutamiskirje järgne) keskmine eluiga 2,9 aastat.

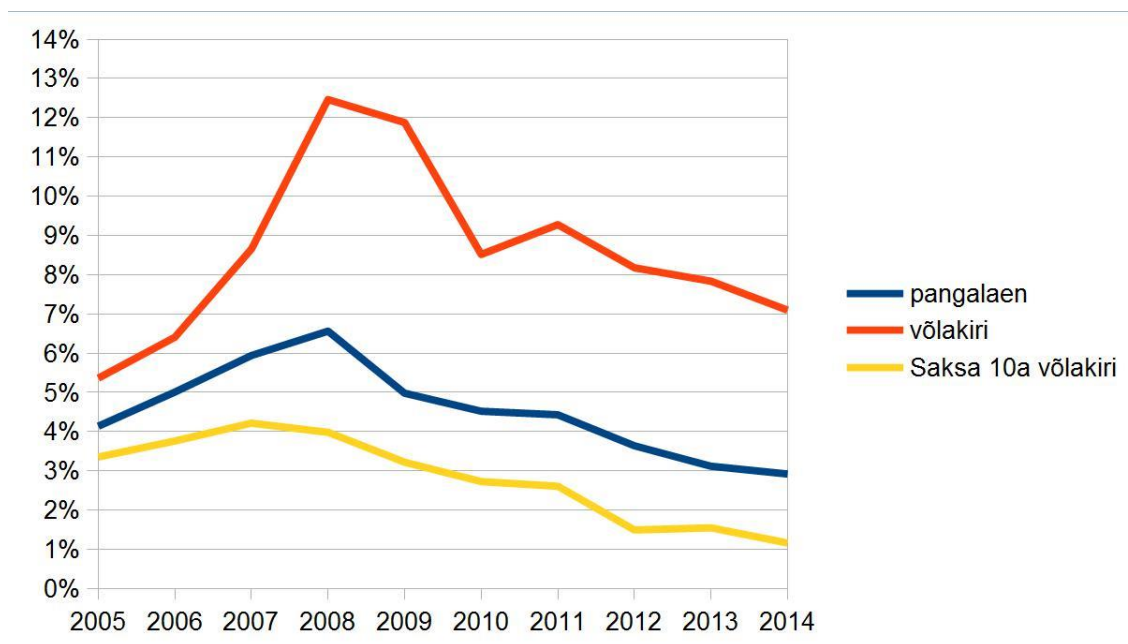
Aastatel 2004-2014 on eesti võlakirjaturg oluliselt muutunud. Erinevalt levinud arusaamisele kus majanduslanguse korral peaks võlakirjaturg elavnema, on Eesti turg pigem kokku tõmbunud, vähenenud on nii tehingute kui ka võlaväärtpaberite arv turul. Majanduslanguse järgsel ajal on aga tõusnud analoogselt muu maailma trendidega hübriidvõlakirjade osakaal, mis viitab vajadusele pakkuda investoritele täiendavaid teenimisvõimalusi omakapitali kasvu korral.

## **2.2. Eestis emiteeritud börsiväliste võlakirjade ja pangalaenu võrdlusanalüüs**

Hajutaud investorite tõttu, kes ei saa või ka ei soovi mõjutada ettevõtteid, liigitatakse võlakirjad tavaliselt “monitoorimata” laenuks (Contessi et al. 2013) ja kuigi finantshierarhia teooria järgi peaksid võlakirjad tagama ettevõttele odavama valiku ei kehti see börsivälisel turul. Traditsiooniliselt on Euroopas ülekaalus olnud ettevõtete võõrkapitali kaasamine pangalaenuna ja ettevõtete võlakirjaturg on olnud suurte ettevõtete pärusmaa. USA turul seevastu on väga levinud ka võlakirjade emiteerimine ka ettevõtete poolt kes ei suuda tagada investeerimistasemega reitingut. Põhilise osa kuludest moodustab laenu intressikulu, millele lisandub veel lepingutasu pangalaenu korral või emiteerimisega seotud kulud võlakirjade korral. Äriühingutelt võetav lepingutasu pangalaenu eest on nt SEB panga kodulehe andmetel 1% laenujäägilt (Investeerimislaen 2015). Samal ajal Eesti Väärtpaberikeskuse hinnakirja järgne võlakirja kuine hooldustasu on 0,002% emissiooni nimiväärtusest, olles piiratud nelja eurose miinimumtasuga ja maksimumtasuga 150 eurot kuus (AS Eesti... 2015). Liitintressina moodustab see viieaastase võlakirja puhul 0,12% nimiväärtusest, mis on oluliselt madalam pangalaenu lepingutasust. Siiski peab arvestama võlakirjade korral lisanduvate konto, kande ja muude registritoimingute tasudega, mis aga jäävad üldjuhul mõnekümne euro piiresse. Samuti peab arvestama, et üldjuhul korraldatakse emissioon kas nõustaja või abistava organisatsiooni kaudu (nt pank, advokaadibüroo, vms), mille kulukuse kohta aga täpne avalik informatsioon puudub. Eestis on teada, et emissiooni korraldamise kulud on tavaliselt vahemikus 1-3% protsenti emissiooni mahust, sõltudes emissiooni suurusest ja muudest tingimustest (Võlakirjade emiteerimine... 2014). Seega nähtub, et väiksema riskitaseme ja suurema emissiooni mahu juures on võlakirja

emiteerimise kulukus konkurentsivõimelise pangalaenuga. Spektri teises ääres, riskantsema ja väikesemahulisema laenu korral, on aga pangalaenu oluline kulueelis.

Intressimäärade statistika, mittefinantsasutustele välja antud laenu kohta, on toodud Eesti Panga kodulehel kaalutud keskmisena, arvesse võttes ka laenu väljastuse hetkel kehtinud muutuv intressimäära osa. Väärtpaberikeskuse kodulehel toodud intressimäärad ei võimalda, lünkliku emissiooni mahtude informatsiooni tõttu, kasutada kaalutud keskmisi suurusid. Küll aga võib eeldada, et börsivälisel turul kaalutud keskmine intressimäär oleks natukene madalam, eriti viimastel aastatel, kus suured omavalitsused on emiteerinud suuremahulisi võlakirje väga madalate intressimääradega. Muutuv intressimäära osa on samuti liidetud fikseeritud osale emissiooni registreerimise päeva seisuga. Väljastatud võlakirjade ja pangalaenu aastased keskmised intressimäärad on toodud joonisel 8.

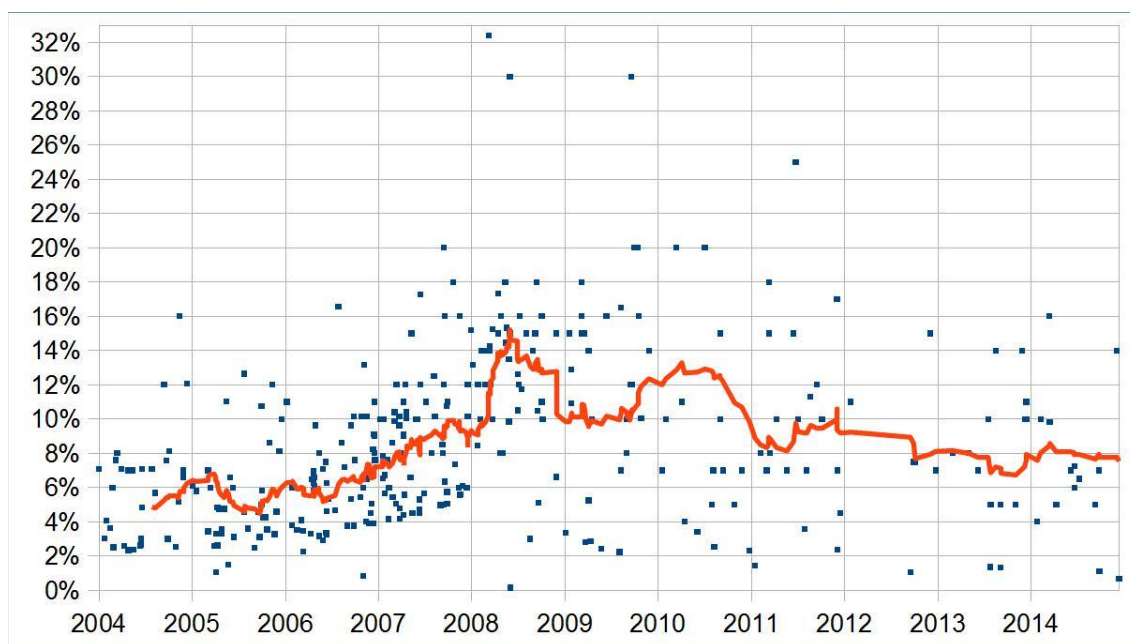


**Joonis 8.** Pangalaenu ja võlakirjade keskmised intressimäärad aastatel 2005-2014 (autori arvutused, allikad: Eesti Väärtpaberikeskus, Euroopa keskpank, Eesti Pank).

Joonisel 8 on toodud Eestis väljastatud võlakirjade keskmised aastased intressimäärad võrrelduna Eestis mittefinantsasutustele väljastatud pangalaenu intressimääraga, aastatel 2005 kuni 2014. Lisaks on alumise joonena toodud ka Saksamaa 10 aastase tähtajaga võlakirjade keskmine tootlus, kui riskivaba intressimäär. Pangalaenu

riskipreemia võrreldes Saksa võlakirjadega püsinud samas suurusjärgus, samal ajal on nähtavalt suurenenud investorite poolt oodatav tulumäär majanduslanguse algusperioodil aastal 2008. See suurenenud riskipreemia on jäänud hilisemalt stabiilselt 4% suurusjärgu ligidusse. Tammemäe (2014) mainib atraktiivse intressimäärana suurust üle 7% väikese ja keskmise suurusega ettevõtete emissiooniks, mis on aga suurusjärgu võrra kõrgem, suurema kulukusega pangalaenust.

Eesti residentide poolt emiteeritud võlakirjad koos intressimääradega, kronoloogilises järjestuses, on toodu joonisel 9.



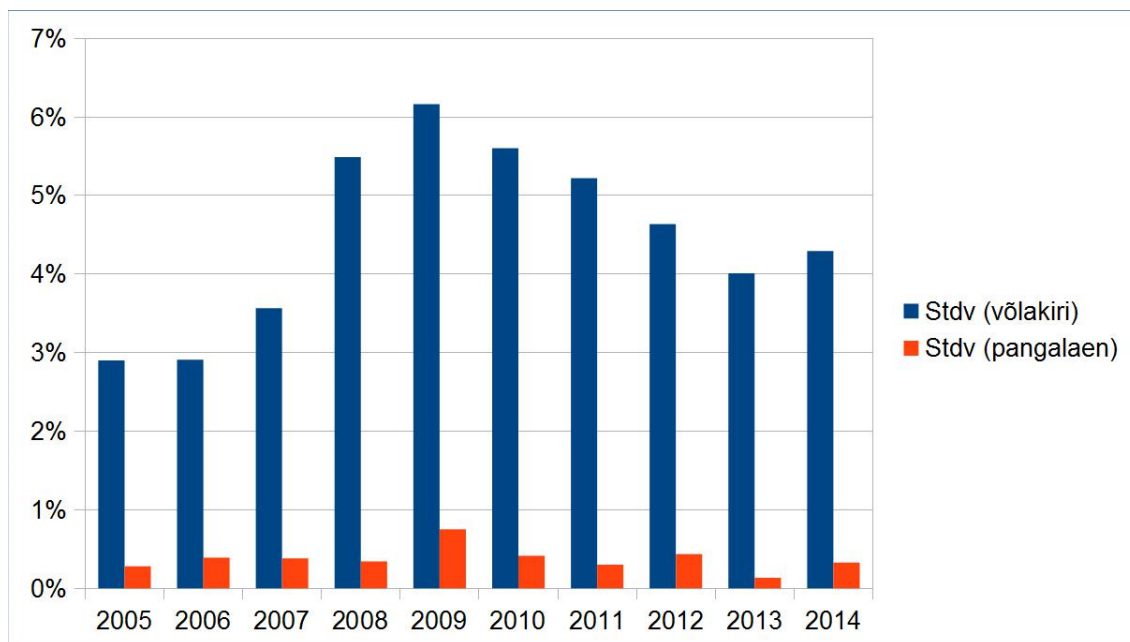
**Joonis 9.** Emiteeritud võlakirjade intressimäärad koos libiseva keskmisega aastatel 2004-2014 (autori koostatud, allikas: Eesti Väärtpaberikeskus).

Keskmiseks võlakirjade intressimääraks, joonisel toodud perioodil, oli 8,50%. Samal ajavahemikul oli mittefinantsasutustele väljastatud pangalaenude keskmiseks intressimääraks 4,53%. Võlakirjadest 14,8% on väljastatud ujuva intressimäära osaga, milleks on tüüpiliselt kuue või kolme kuu euribor, üksikjuhtumil ka Stibor. Ujuvad intressimäärad on liidetud fikseeritud intressimääradele emissiooni registreerimise kuupäeva seisuga. Ujuva intressimäära osaga väljastatud võlakirjade osakaal on suurenenud 27,3% juurde aastal 2009. Sellele järgneval aastal toimus langus, ca poole intressimäära ulatuses, millel järgnes stabiliseerumine 14,3% juurde viimasel kahel



aastal. Lisaks peab märkima oluliselt suuremaid kõikumisi võlakirjade intressimäärade osas võrrelduna pangalaenudega.

Pangalaenude ja võlakirjade intressimäärade standardhälbed aastate lõikes on toodud joonisel 10.

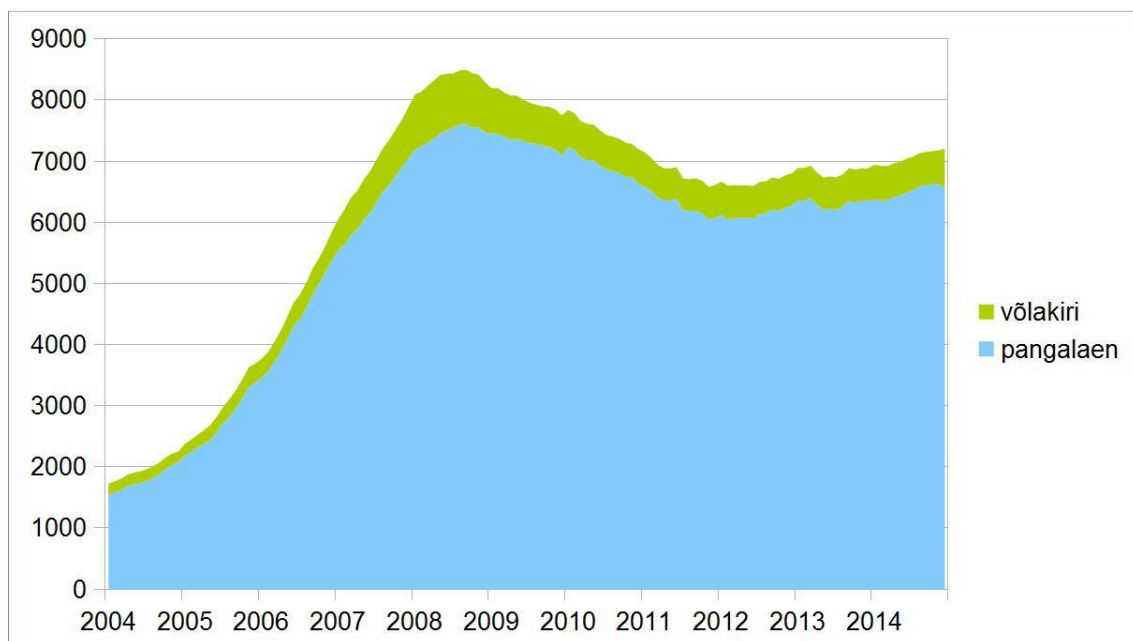


**Joonis 10.** Pangalaenude ja võlakirjade intressimäärade standardhälve aastatel 2005-2014 (autori koostatud, allikad: Eesti väärtpaberikeskus, Eesti Pank).

Analoogselt teiste näidikutega on võlakirjade intressimäärade kõikumine oluliselt suurenenud majanduskriisi aegadel. Samas on pangalaenu intressimäärade kõikumine majanduslangusele järgnevatel aastatel taastunud samasse suurusjärku, mis ta oli kriisile eelnenud ajal, kuid võlakirjade turul sarnast stabiilsust saavutatud pole. Võlakirjade intressimäärade standardhälve perioodil 2005 kuni 2014 on 4,89%, samal ajal kui ettevõtetele väljastatud pangalaenudel on see 1,46%. Kuna enamik võlakirju on Eestis nn tagatud võlakirjad ja nn projektivõlakirjad (nt kinnisvara) (Must 2015), siis ilmselt on suur kõikumine intressimäärade osas seotud investorite hinnangutega tagatiseks oleva alusvara väärtusele või suurte erinevustega projektide riskitasemetes. Väike ja keskmise suurusega ettevõtete jaoks toob Tammemäe (2014) välja vajaduse pakkuda investorile tagatist, mis aga koos üle keskmise intressikulukusega loob arusaadavalt olukorra, kus võlakirju kasutavad vaid ettevõtted, kellel pangalaenule ligipääs mingitel põhjustel puudub.



Võlaturu mahud võlakirjade ja pangalaenude proportsioonide osas erinevad nii kontinentaalselt kui ka riigiti (Contessi *et al.* 2013), Eesti võlakirjaturu kapitalisatsioon ja mittefinantseerimisasutustele väljastatud laenude kumulatiivne maht on toodud joonisel 11.



**Joonis 11.** Kumulatiivne võlakirjade turukapitalisatsioon ja väljastatud pangalaenude jääk aastatel 2004-2014, miljonites eurodes (autori arvutused, allikad: Eesti Väärtpaberikeskus, Eesti Pank).

Kui tüüpiliselt toimivad need turud vastasfaasis, st kui pangad piiravad laenamist, siis ettevõtted suunduvad rohkem kapitali hankima võlakirjaturule. Eestis seda ilmingut ei ole võimalik täheldada, sest võlakirjaturu maht väheneb ala 10% turu kogumahust. Kuigi suhteline vähenemine on väiksem kui pangalaenul, on see siiski jäänud 8% juurde turumahust.

Börsivälisel turul on emiteerinud võlakirju ka kohalikud omavalitsused, mis on investori silmis usaldusväärne ja madala riskiga investeerimisobjekt. Nii on näiteks Tartu ja Tallinn väljastanud 2011 aastal võlakirju intressimääraga 1,05%, millele lisandub muutuv osa 3 kuu Stibori või Euriboriga. See nähtus kinnitab ka teoorias mainitud eelistusi finantseerimismudeli osas, kus võlakirjad on eelisseisundis monitoorimiskulude võrra (nt Tartu 2010 a emiteeritud võlakirjade ostjaks oli Nordea pank (Tartu korraldab... 2010)), samuti on võla tingimuste üle emiteerijal parem

kontroll. Hilisematel aastatel on intressimäärade tase kohalikel omavalitsustel veelgi kukkunud.

Kuna emissioone korraldatakse Eestis (ja ka mujal Euroopas) pigem nõustamise korras, kui et maaklerfirmade poolt, siis on emiteerida soovivad ettevõtted kaitstud ka finantshuvide konflikti vastu, mis on positiivne praktika ja hea eeldus avatud turu kujunemiseks.

### **2.3. Võrdlusanalüüs arenenud ja arenevate turgudega**

Võrdluses teiste riikidega tekib paratamatult küsimus mis määral ja kuhu kategooriasse täpsemalt liigitub Eesti kui riik. Olles tihti rahvusvaheliste organisatsioonide poolt liigitatud pigem arenenud riigiks, on samas paljud eraõiguslikud organisatsioonid jäänud oma määratlustes konservatiivseks.

Eesti krediidiireiting on näiteks Fichi ajalooliste andmete põhjal tõusnud aastast 1997 tasemelt BBB kuni tasemeni A+ aastal 2011 (Fitch Ratings 2015), olles stabiilselt küll tõusnud, aga aastal 2008 langenud kolmeks aastaks tasemele BBB+ Seega riigi tasemel on suudetud hoida stabiilselt investeerimistaseme reitingut. Viimane artikkel, mis mainib Eestit, kui areneva Euroopa (*emerging Europe*) osa, pärineb Rahvusvahelise Valuutafondi (IMF) kodulehelt aastast 2009 (The Global Crisis... 2009). MSCI indeksis seevastu Eesti koos enamike teiste Ida-Euroopa riikidega liigitub madalaimasse, piiripealsesse (*frontier market*) turukategooriasse (MSCI Frontier... 2015). Samuti saab näitena tuua DMSi, kes on pühendunud arenevatele turgudele ja koosta samuti Balti riikide kohta indeksit, mis liigitub arenevate turgude alla (DMS Funds 2015). 2011 aastal mainitakse Eestit IMF-i poolt kui erandit, mis UNDP järgi kvalifitseerub arenenud riigiks, kuid IMF järgi ta seda ei ole (Nielsen 2011). Ka 2013 aastal tuuakse Eesti UN nimekirjades, kui kõrge sissetulekuga Euroopa Liidu riik (Statistical annex 2013). OECD ajaloolise riikide riskiklassifikaatori järgselt kuulub Eesti kõrge sissetulekuga riikide hulka alates 2013 aastast esimestest kuudest (Country risk... 2015). Samuti lähtub Maailmapank OECD poolt antavast klassifikaatorist, mille järgi Eesti on samuti kõrge sissetulekuga riik (The World Bank 2015). Seega, kuigi praeguseks hetkeks loetakse Eestit rahvusvahelisel tasemel pigem arenenud riigiks, võib teda ettevõtete võlakirjadesse investeerija, kui ettevõtetele finantsressursi pakkuja,

seisukohalt võrrelda pigem teiste arengu- või üleminekuriikide nimistusse kuuluvate riikidega.

Võimalusi võrdluseks on palju. Üheks võimaluseks on võrrelda kohalike aktsiaturgudega, see aga on aga loomult väga erinev püsivat tootlust (*fixed incom*) pakkuvast finantsturust. Samuti peab arvestama, et Balti riikide börsid on oma väikeste kauplemissahtude tõttu vähem likviidsed võrreldes suurte arenevate riikide turgudega, mistõttu võib esineda raskesti seletatavaid turusituatsioone. Kuna võrdlusindeks peaks kajastama võimalikult analoogset portfelli investori jaoks, siis oleks otstarbekas kasutada võrdluseks arenevate riikide kohta koostatavaid indekseid või fonde. Enamik indekseid on tasulised ja nende info on üldsusele kättesaadav indeksit jälgivate investeerimisfondide kaudu. Negatiivse elemendina saadab selliseid indeksfonde tootluse kõrvalekalle jälgitavast indeksist haldustasude võrra. Näiteks on selliseks indeksiks J.P. Morgani koostatav CEMBI indeks, mida jälgivaks indeksfondiks on näiteks iShares J.P.Morgan USD Emerging Markets Corporate Bond ETF. Samuti kajastub ka investeerimisfondide tootlustes ka võlakirjade maksevõimetustega kaasnev negatiivne tootlus, mille korrigeerimine oli tugev kriisile järgnenud aastatel, mis teeb aga üldise võrdluse intressimäärade taseme osas võimatuks. Samuti on levinumad ETF (*exchange traded fund*) tüüpi fondide formaat, mis aga käitub analoogselt aktsiainvesteeringuna, ehk võib omada ka negatiivset tootlust, mistõttu ei ole sobilik võrdlemaks fikseeritud tootlusega võlakirju.

Üks levinumaid võrdlusbaase arenevate turgude ettevõtete võlakirjadele on JP Morgani poolt koostatav Corporate Emerging Markets Bond Index (CEMBI), millest 70% moodustab alla investeerimistaset (BBB) olevad võlakirjad. See pakub investorile täiendavat tootlust võrreldes arenevate riikide võlakirjadega ja tihti ka USA kõrge tootlusega (*high yield*) võlakirjadega ning pakub võimalust portfelli tootluse suurendamiseks institutsionaalsele investorile (Emerging Market... 2015), samas aga näitab ka võõrkapitali vajavatele ettevõtetele võõrkapitali üldist hinnataset. Arenevate turgude indeksijärgne kaalutud keskmine tootlus püsis aastatel 2004- 2007 stabiilselt 4-7% vahemikus, tõustes järsku 10% juurde 2008 aasta suveks ning stabiliseerus sujuvalt tagasi 6% juurde 2010 aasta alguseks. 2013 aasta juunis 2013 oli indeksi tootlusnäitaja 5,34% juures (Rauch, Nguyen 2013), omades perioodil 2008 detsember kuni 2013

detsember keskmist aastatootlust 12,99% (Lanzotti 2014). Eesti võlakirjade keskmine intressimäär sarnasel ajavahemikul oli 9,14%, mis peaks olema piisavalt atraktiivne, et tekitada nõudlust ka väliste investorite seas.

Kuigi emiteerivate ettevõtete seisukohalt peaks kõige tähtsam olema esmaturg, ei saa siiski seda vaadelda lahusolevana järelturust. Võlakirja väljastava ettevõtte esmane huvi on realiseerida võlakirjad võimalikult väikese kuluga (st madala intressimääraga) ja järelturul toimuv ei peaks teda enam huvitama, on see siiski lühinägelik lähenemine. Pagano (2013) toob oma ülevaates välja esmaturu läbipaistvusega seotud mõjurid, kus pakkumiste läbipaistvus suurendab konkurentsi, vähendab kahjulikku valikut ja tavitseb kaasa tuua suurema likviidsuse. Samuti on tähtis ajaloolise informatsiooni kättesaadavus järelturul. Info puudus toob kaasa suuremad tehingukulud. Näiteks tõi USA TRACE süsteemi juurutamine 2002 aastal kaasa 50% teostuskulude (*execution costs*) languse munitsipaalvõlakirjade osas, samuti langes pakkumise ja ostusoovi hinnavahe korporatiivsete võlakirjade osas. Siit nähtub ka järelturul toimuva mõju esmaturule, ehk järelturu informatsiooni puudumisel suurendab investor nõutavat likviidsuspreemiat, mis omakorda viib üles võõrkapitali hinna esmaturul. (*Ibid.*)

Analoogselt Eestiga on Euroopas levinud süsteem kus CSDd (*central securities depository*) on erafirmad, kes haldavad väärtpaberitega seotud informatsiooni. Enamike Euroopa väärtpaberite registreid on koondunud selleks spetsialiseerinud ettevõtete kätte, kes elatuvad registreerimistasudest ning informatsiooni müügist. Näiteks on Soome ja Rootsi depositooriumid suure rahvusvahelise ettevõtte Euroclear SA/NV harukontorid, mille pakutavad teenused on tasulised ja mõeldud institutsionaalsetele investoritele. Samuti on saksakeelsetes maades koondunud registreeringutega seotud informatsioon ja toimingud Clearstream grupi kätte (Institutions involved... 2015). Seega on riigid loobunud väärtpaberite registreid pidamisest andes need õigused ja kohustused erasfääri, mis aga on toonud kaasa esmaturu informatsiooni suurema varjatuse. Kuigi igale väärtpaberile suudetakse genereerida ainulaadne ISIN-kood, ei ole Euroopas tsentraalset väärtpaberiregistrit, mis võiks olla ühise turu tasakaalustav ja siduv element. Seega puudub ettevõtjal võimalus ilma finantsinstitutsioone kasutamata analüüsida või omada ülevaadet turust ning võrrelda seda koduturul toimuvaga.

Järgnevates lõikudes on toodud lühiülevaated mõningatest Euroopa riikide börsivälistest turgudest. Kõrvale on jäetud USA turg kui ajalooliselt kõige arenenum finantsturg, millega võrdlemine ja analüüsimine ei oleks antud töö mahu raames mõistlik, vaadeldud on mõningate Euroopa riikide turge. Rootsi on valitud kui võrdlus stabiilse riigiga, millega on Eestil tihe side ka pankade kaudu. Hispaania on valitud kui väga sarnase saatusega maa, kus toimus veelgi sügavam ja kestvam kinnisvarakriis, millel oli ka väga pikaajaline mõju finantssektorile (ja ka vastupidi). Poola on valitud kui sarnase lähiajalooga, aga oluliselt suurem riik, kes samuti liigitub arenevate turgude alla, aga oma suurema mastaabi tõttu ei tohiks omada väikeriikide piiratud turgudega kaasnevaid kitsendavaid nüansse. Kuigi hea võrdluse annaks ka kõrvutamine lähinaabrite turuga, nagu näiteks Lätiga, vajaks see tehnilise mahukuse tõttu pigem eraldi uuringut. Läti börsivälise turu statistika on avaldatud küll Nasdaq Baltic kodulehel, kuid saadaval on vaid emiteeritud võlakirjade arv, ehk see osa statistikast, mis Eesti turu kohta väga lünklik. Lisaks puuduvad intressimäärad ja enamikel juhtudel ka rahalised mahud, mis teeb turgude omavahelise võrdlemise raskeks ülesandeks.

Rootsi turg kasvab ettevõtte võlakirjade osas nii arvult kui ka mahult. On suurenenud alla investeerimistaset võlakirjade osakaal. Selle on põhjustanud madalad intressimäärad turul, mis on suunanud investorid otsima kõrgemat tootlust läbi riskantsema investeringu. 2011 aasta Riskbanki ülevaates jõuti järeldusele, et turg on ebapiisava läbipaistvuse ja statistikaga. Alates 2011 aastast on ettevõtted hakanud aina enam asendama võõrkapitalis olevat pangalaenu võlakirjadega, madalamate kulude ja diversifitseerimisvajaduse tõttu ning turu maht moodustab 2014 aastal juba 10% SKP-st (Eestis samal ajal alla 0,5%). Investorite nõudlus kõrgema tootlusega võlakirjade järgi on viinud ilma krediidireitinguta võlakirjade osakaalu üles, 53% mahuosa juurde. Muutuva intressimäära osaga laenude maht on suurenenud 2011 aasta 61% juurest 74% juurde 2014 aastal. See on samuti investori nõudlusest, sest tagab võlakirja väärtuse parema püsimise järelturul. Keskmine lunastustähtaeg on viimastel aastatel püsinud nelja aasta juures, mis on sarnane Eestis valitsevale eelistusele keskpikkade võlakirjade järele. Üks võlakirjaturu atraktiivsuse põhjuseid on ka vähenenud maksevõimetuste määr, 2011 aasta 0,16% juurest 0,06% juurde 2014 aastal. Põhiroll järelturul on pankadel, kes viivad kokku ostja ja müüja, samuti tehakse enamik emissioone esmaturule pankade abil. Alates 2011 on turu edendamiseks parendatud statistika

kogumist ja avaldamist emissioonide kohta, loodud usaldusühinguid ning standardiseeritud nõudeid tagamaks väiksematele ettevõtetele ligipääs turule. Lisaks on Rikspank planeerinud suurendada läbipaistvust, mis tagaks turu parema toimimise. Suurematel turul olijatel on eelis informatsiooni kättesaadavuse osas väiksemate ees. Ligipääs järelturu informatsioonile aitab ettevõtteid paremini planeerida esmaturule tulekut lubades võrrelda analoogseid võlakirju. See viib kindlama hinnastamiseni nii investori kui emiteerija poolelt ja parema turu toimimiseni. Negatiivse küljena võib kaasneda pankade tagasitõmbumine turult madalamate hindade tõttu ning tehinguaja tõusuni kui pank toimib vaid agendina. (Bonthron 2014)

Hispaanias on väärtpaberite registri pidajaks Ibeclear, mis koondab Latibexi süsteemiga ka paljude teiste Ladina-Ameerika riikide väärtpabereid eurodes. Traditsiooniliselt on finantseerimise osakaal olnud suurim pangalaenul, aga finantskriisiga muutus tähtsaks alternatiivsete finantsvahendite kaasamine turult, seda just võlakirjade näol. (Bringing companies... 2015) Suured ettevõtted suutsid finantskriisile reageerida kiiresti, emiteerides võlakirju, väiksemate ettevõtete jaoks loodi finantsregistri uuenduse käigus turu efektiivsuse tõstmiseks 2013 aastal alternatiivturg (MARF - *Mercado Alternativo de Renta Fija*), mida opereerib Madridi Börs (BME) ning mis on sisuliselt multilateraalne elektrooniline järelturu platvorm. (Bringing companies... 2015)

2014 aastal on MARF nimekirjas emiteeritud võlakirju intressimääraga alates 5% kuni 7,5% ning lunastusajad varieeruvad nelja ja kaheksa aasta vahel, mis on oluliselt pikem kestvus võrreldes Eestis väljastatud võlakirjadega (Outstanding issues 2015). See intressimäär on keskmiselt ca 1-2% madalam võrreldes Eestis emiteeritud ettevõtete võlakirjadega samal ajavahemikul. Nõude institutsionaalsele investorile on sarnased Eestiga, nt minimaalne nimiväärtus on 100 000 eurot. Analoogne MARF turuga on Baltic OMXi poolt 2015 aasta märtsis rakendunud First North Bond Market platvorm (First North 2015). Selliste järelturu võla platvormide avamise trend on toimumas kõigil suurematel finantsturgudel (Alloway, Mackenzie 2014). Pangafinantseeringu kättesaadavuse halvenedes on suurt rõhku hakanud asetama väikeste ja keskmiste ettevõtete võlakirjaturu arengule, finantskriisile järgnenud aastatel, Hispaania Finantsinspeksioon (CNMV), kes oma 2011 aasta uurimuses toob ka välja tegurid

kuidas parendada väike- ja keskmiste ettevõtete osalust kapitaliturgudel (Arce *et al.* 2011):

- investeerimisbaasi laiendamine – nt maksuerisused investorite kompenseerimaks informatsiooni asümmeetriaga kaasnevat negatiivset mõju suure kasvupotentsiaaliga väikeettevõtetesse (2010 aastal kasutas sellist meedet kaheksa Euroopa Liidu riiki);
- initsiatiivid suurendamiseks ettevõtete osavõttu turul – vähendada kultuurilis-majanduslikke mõjusid, mis seonduvad näiteks turu ja selle mehhanismide mittetundmises või võõristamises. Samuti nt lisagarantiid laenudele või tugi, avaliku noteerimise valiku korral, mis võib olla väga tülikas protsess väike või keskmisele ettevõttele;
- üle-Euroopalise kauplemisplatvormi juurutamine – senini on turud väga rahvuskesksed, kuid need tihti ei taga kriitilist massi turu efektiivseks toimimiseks;
- turegulatiivsed küsimused – börsid on avanud järjest oma alternatiivturge väike- ja keskmistele ettevõtetele, aga nende turgude reeglid ja raamistiku kehtestab haldav ettevõtte, kuigi nad peavad olema heaks kiidetud rahvuslike regulatiivsete organite poolt, ei allu nad MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive* *Markets in Financial Instruments Directive*) direktiivile.

Siin nähtub tugev sarnasus Eesti kapitalituru vajadustega, kus põhiosa moodustavad just väikesed ja keskmised ettevõtted. Enamik tehtud ettepanekutest vajavad poliitilist initsiatiivi või ka nõusolekut. Samal ajal teavitusliku poolega, mis aitaks vähendada kartusi võlakirjaturule tulekuks, saaksid tegeleda nii valdkondlikud ühingud ja liidud kui ka regulatiivsed organid (nt analoogia Eestis Maanteeameti tehtud kampaaniad liikluskultuuri parendamiseks). Üle-Euroopaline koostöö tõhustamiseks peaks aga saavutama konsensuse ja prioriteetsuse ka teiste riikide poliitilistel tasanditel.

Poola kui Eestile suhteliselt sarnase saatusega maa viimastel kümnendil on analoogselt teiste euroopa riikidega olnud pangalaenu keskne kapitali kaasamise osas. Poola ettevõtete võlakirjaturg hakkas arenema pärast Lehman Brothersi pankrotti, kus mõisteti et ainult pangalaenule toetumine ei ole mõistlik (Corporate debt... 2015). Investeeringud instantsid tavatsevad hoida võlakirju lunastuseni, mille tagajärjeks on välja arenemata järelturg. 2013 aasta kevadel olid zlotilaenude keskmine intressimäär 6% (Eestis samal ajal 3,32%) ning ettevõtete võlakirjaturu kauplemismaht moodustas 0,5% aktsiaturu



kauplemismahust. Zlottides väljastatud võlakirjad toimimist on raske jälgida turul toimuva harva kauplemise tõttu. Järelturu puudumine tähendab sisuliselt, et ettevõtete võla ostjad annavad laenu võla müüjale. Samuti on vajadus selge regulatiivse keskkonna järgi. Ainus võimalus intensiivistada turu arengut, on suurendada uute emissioonide arvu, mis omakorda loob võimaluse investoril soovi korral realiseerida võlakiri ennetähtaegselt järelturul. Langevad intressimäärad ja karmistunud nõuded pankadele vähendavad samuti atraktiivsust hoidmaks võlakirju lunastustähtajani. (Krasuski 2013)

Viimased aastad Poola ettevõtete võlakirjaturul on olnud näidanud tugevat kasvu. Pikaajaliste võlakirjade turumaht 2012 aastaks oli kasvanud 4,75 korda alates 2008 aastast. Jätkuvalt tõmbuvad tagasi investeringud riiklikesse võlakirjadesse ettevõtete võlakirjade investeringute arvelt. Lisaks suurendas huvi ettevõtete võlakirjade vastu Poola Keskpanga kvantitatiivne rahapoliitika (Poland's corporate... 2013). Erinevalt Lääne-Euroopa ettevõtete võlakirjadest mille lunastusaeg on tavaliselt 5-7 aastat, on Poolas see tavaliselt 3 aastat (Corporate debt... 2015), ehk sarnaselt Eestiga on populaarseimaks keskpikad võlakirjad.

Kuigi Ida-Euroopa riigid kuuluvad reitinguagentuuride järgi arenevate turgude alla, ei ole siiski reguleerimata ettevõtete võlakirjade turul kardinaalseid erinevusi võrreldes arenenud riikidega. Finantskriis on mõjutanud kõikide riikide võlaturge ning andnud tõuke võlakirjade populaarsuse kasvuks. Eesti turu areng on olnud siinkohal väga inertne, näidates vaid väga väikeseid toibumise märke 2014 aasta lõpus võrreldes teiste Euroopa riikidega.

## **2.4. Järeldused ja ettepanekud**

Väga tähtsal kohal on turu üldine toimimine. Ka reguleerimata turgu tuleks reguleerida või luua piisav raamistik, ehk võimalus selle toimimiseks.

Eesti Väärtpaberikeskuse kaudu on Eestis suhteliselt heal tasemel avalik informatsioon esmaturu kohta. Hoolimata sellest et kodulehel toodud andmebaasi kasutajaliides on keeruline ja info on raskesti leitav, on see siiski hetkel avalik, mis on eelis võrreldes teiste Euroopa riikidega. Samas on järelturg jäänud varjatuks. Kuna Euroopa riigid pole



eraldi ettevõtete võlakirjade järelturgude tekkele ja regulatsioonile panustanud, siis on informatsioon koondunud eraettevõtete kätte, kes on turu nõudlusest lähtuvalt loonud ka alternatiivturu platvormid (nt First North rakendused Nasdaq Baltic börsil), mis siiski ei taga informatsiooni vaba kättesaadavust.

Juba 2006 aastal tehtud uuring Euroopa ettevõtete võlakirjaturu kohta toonitab turu toimimise tähtsust, mis võlakirjaturul hõlmaks nii efektiivsust kui ka likviidsust. Efektiivne võlakirja hind, sisaldades kogu informatsiooni, on parim turu näitaja investoritele ja võlaandjatele. Likviidne turg toob alla transaktsioonikulud ning minimeerib kulud võla emiteerijale. Eelnenud teadustööd on tõestanud, et (Bias *et al.* 2006):

- läbipaistvus parendab likviidsust, niikaua kui ta leevendab kahjulikku valikut;
- läbipaistvus vähendab soovi omastada (hoida) informatsioon. Sel võib olla hõlmavad tagajärjed turu kvaliteedile;
- läbipaistvus võib vähendada likviidsust juhul kui kaasneb haldamise kulukuse suurenemine;
- läbipaistvus võib parandada riski hajutust kui suudab raskendada mängurlust;
- läbipaistvus võib parandada likviidsust kui klient peab otsima parimat noteeringut;
- anonüümsusel võib olla mitmete tagajärgedega mõju likviidsusele;
- informatsioon on avalik hüve, seega optimaalne läbipaistvus ei pruugi tekkida iseeneslikult;
- järelturu info jagamine võib olla ka likviidsuse tagajate enese huvides.

„Mida mõõdad, seda saad!“ - on üldtuntud väljend, väljendamaks tagasisidestatud protsessi mõtet. Selleks, et turgu targalt juhtida ja suunata, on vaja infot. Turu läbipaistvuse suurendamine ei kannu endas mitte ainult otsest efekti turu paremaks toimimiseks, vaid annab informatsiooni nii turu osalistele kui ka turgu reguleerivatele organitele, samuti ka akadeemilistele institutsioonidele, mis võimaldab välja arendada tagasiside ahela parendamis- ja reguleerimispoliitika kujundamiseks ning järelvalveks.

Kuigi pärast finantskriisi on paljudes riikides toimunud positiivsed muutused toodud ettepanekute suunas, ei ole siiski olulist läbimurret saavutatud. Ka Eestis on leevendatud nõudluse (investori) poolt, suurendades nt pensionifondide osakaale võimalike

investeeringute osas koduturule. Seni on Eesti seadusandlusega üritatud börsivälised võlakirjad suunata pigem institutsionaalsele turule (nt suur nominaalväärtuse nõue), kuid jätkuvalt puudub raamistik efektiivse järelturu tekkeks ja toimeks. Kuna aga Eesti turul ei pruugi ka piisavalt hea raamistiku korral efektiivset turgu välja areneda, oleks otstarbekas rõhuda pigem kogu Euroopa Liidu ühisturu tekkele, mis aga tahab laiemat poliitilist konsensust kogu ühisturu ulatuses.

Eestis ollakse asunud ka suurendama noteerimata võlakirjade osakaalu pensionifondide portfellis 10% juurest 30% juurde (Valitsus kiitis... 2015), mis meetmena omab kindlasti turgu ergutavat mõju. Selline samm siiski ei loo raamistikku, mis parendaks turu toimimist. Seda just järelturu toimimist silmas pidades. Arvestades lähitulevikus võimalikuks saavat suurenevat kapitali voogu noteerimata võlakirjade turule, kerkib veelgi tähtsamaks teemaks järelturu regulatsioon, andmete kogumine ning turu läbipaistvuse tähtsus. Siinkohal saab tuua heaks näiteks TRACE (*Trade Reporting and Compliance Engine*) süsteemi rakendamist USAs alates 2002 aastast, millega suunati järelturul tegutsevad maaklerid andma infot teostunud tehingute kohta. Selle platvormiga loodi tugev alus börsivälise võlakirjaturu toimimiseks ja saavutati läbipaistvuse taseme oluline tõus (Bessembinder, Maxwell 2008: 219). Tänu info avalikule saadavusele tekib turul võimalus osapooltel võrdluseks ka börsituruga, võimaldades paremaid investeerimis- ja finantseerimisotsuseid. Selles saavutamise suunas on asutud liikuma ka Euroopas, kuigi tihti iga liikmesriigi poolt eraldi, ühist turgu silmas pidades.

Väikeste ja keskmiste ettevõtete osavõttu ja sisenemist turule saab parendada lisaks lihtsustatud õigusliku ja tehnilise raamistiku väljaarendamisele ka teavituskampaaniate või koolituste kaudu, mis on küll pikaajaline, kuid võimaldab vähendada kartusest või harjumustega seotud hoiakuid ja mõjusid. Siiski peab regulatiivne organ olema suuteline tagasisidestatud käitumiseks, kõrvaldades vajadusel ebamõistlikku bürokraatiat.

Võrdlusindeksite kasutus on levinud meetod finantsmaailmas lihtsustamaks investoritel otsuste tegemist samalaadsete finantstoodete seast. Analoogselt, võrdleva informatsiooni kogumine ja avaldamisega on võimalik luua võrdlusbaas ettevõtete võlakirjaturu osapooltele ning parendada ka piiriülest nõudlust.

## KOKKUVÕTE

Töös uuritakse börsiväliseid võlakirju ettevõtte finantseerimisinstrumentina Eestis aastatel 2004-2014. Kuigi võlakiri kui investeerimisvahend on kirjanduses laialdaselt käsitletud, leidub börsiväliste võlakirjade, kui ettevõtte finantseerimise allika, kohta informatsiooni vähe ja hajusalt.

Töö esimeses osas on antud teoreetiline ülevaade börsivälisest turust, selle toimest ja mõjuritest. Esmalt on kirjeldatud võlakirju kui finantseerimisinstrumenti ettevõtte seisukohast, seejärel on antud ülevaade börsivälisest turust ning emiteerimisprotsessist. Varjatud turuga kaasneb informatsiooni asümmeetria mis leiab kajastamist neljandas peatükis. Kuna osapooltel puudub ühene ligipääs informatsiooni allikatele, siis põhjustab see hindade kõikumisi ning ebalikviidsust. Informatsiooni asümmeetria omab mõju kapitali struktuurile, sest omab mõju ettevõtte finantseerimise valikutele. Teooria osa viies peatükk käsitleb börsivälist võlakirja kui finantseerimisvahendit kapitali struktuuris. Lähtudes finantshierarhia teoriast peaksid ettevõtted vältima omakapitali laiendamist ja eelistama sisemiste vahendite amendumisel võõrkapitali. Ometigi ei anna see ammendavat seletust, kuna erinevused eksisteerivad nii majandusharude siseselt kui ka konkurentide vahel. Samuti eelistavad omakapitali laiendamist kasvufaasis ning suurt immateriaalset vara omavad ettevõtted. Samuti on peatükis toodud võrdlus pangalaenuga, tuues välja mõlema võõrkapitali kasutuse eripärad. Lisaks makromajanduslikele asjaoludele mõjuvad veel finantseerimise valikule ka käitumuslikud eripärad, nt aktsiaturu kõrg- või madalseis.

Töö teine peatükk pühendub Eestis aastatel 2004-2014 börsivälisele turule emiteeritud võlakirjade uurimisele. Esimeses alapeatükis antakse üldine ülevaade emiteeritud võlakirjadest koos tehnilise analüüsiga aastate lõikes. Teises alapeatükis võrreldakse võlakirju samal perioodil kaasatud pangalaenudega, ning kolmas alapeatükk pühendub

võrdlusele arenenud ja arenevate riikide turgudega. Viimases alapeatükis esitatakse järeldused ja ettepanekud.

Uurides börsivälise võlakirja kasutust Eestis, leiab autor, et see on jätkuvalt marginaalne finantsinstrument ettevõtete jaoks pangalaenu kõrval, olles üldjuhul jätkuvalt kallim finantstoode. Samas on madalate intressimäärade tõttu oluliselt tõusnud nõudlus kõrgema tootlusega finantstoodete järgi investorite seas, mis loob hea potentsiaali ka ettevõtete võlakirjade emiteerimisele börsivälisele turule. Selgus, et pangafinantseering on ettevõtetele üldjuhul odavam finantseeringu allikas, lisaks on võlakirjade emiteerimise kulud kõrgemad, seda just väikese mahu korral. Seda kulu annaks autori arvamusel alla viia, luues nt elektroonilise (lihtsustatud) raamistiku väike- ja keskmise suurusega ettevõtetele võlakirjade emiteerimiseks. Kuna Eestis on heal tasemel avalikult kättesaadava ka ettevõtete majandusaruandlus, siis on võimalik andmebaaside sidumisega saavutada ka lihtsalt teostatav finantsvõimekuse kontroll. Probleemiks võib siinkohal osutuda pikk ajaline viivitus aastaaruannete esitamise ja aruandlusperioodi vahel.

Võrdluses teiste turgudega ning nendepoolse käitumisega tõuseb esile tähtis side esmase ja järelturu vahel ning turgude läbipaistvuse olulisus, kui likviidsuse mõjur. Järelturu sisuline puudumine tähendab ebalikviidsust ning sellega kaasneb ka investorite poolne suurem likviidsuspreemia esmaturul. Läbipaistvuse suurendamiseks on vajalik tagada informatsiooni avalik kättesaadavus. Lisaks on võimalik rakendada osapoolte teadlikkust tõstvaid meetmeid või ka võrdlusindeksi rajamist või kasutamist.

Analüüsides Eesti börsivälise võlakirjaturgu teiste Euroopa riikide börsivälise turgudega selgus, et kuigi Eesti esmaturu kohta on avalikult saadaval rohkelt andmeid, on teistes riikides informatsioon veelgi raskemini varjatud, kuna registrite pidamine on liikunud juriidiliste isikute valdusesse ja muutunud tasuliseks teenuseks. Eesti esmaturu informatsiooni kättesaadavusega kaasneb pigem tehniline keerukus, seda just vananenud ja kohmaka andmebaasi kasutajaliidese tõttu. Samas, lisaks järelturu sisulisele puudumisele, puudub ka sisuline informatsioon tehingute kohta (registreeritakse vaid võlakirja omaniku vahetus), mis aga on oluline lüli turu kui terviku toimimise seisukohalt.

Uurides teistes Euroopa riikides toimunud turu regulatiivsete korralduste muudatusi finantskriisile järgneval ajal, võib täheldada paljude riikide olulisemat kiiremat reaktsiooni finantskriisis toimunud kapitali kättesaadavuse parendamise osas, eriti just väikeste ja keskiste ettevõtete seisukohast. Eesti on siinkohal olnud pigem hilise järgija rollis.

Uurides võimalusi võrdlusindeksi rakendamiseks leidis töö autor, et oluliseks puuduseks on informatsiooni puudumine võlakirjade lunastustähtaegadest varasema lõpetamise kohta. Maksevõimetusega seotud juhtumid on küll teada turu tegijatele, aga puudub täpsemad seletused teiste varasemate tagasimaksete kohta ja võimalus neid andmebaasis eristada. Samuti on maksevõimetusega seotud juhtumid keerukad analüüsida, kuna sellega kaasneks palju tehnilist tööd (Äriregistri andmebaasis) ja see võiks olla omaette uurimise teemaks.

Töö autor hindab seatud eesmärgi suures osas täidetuks. Piiratudena saab tuua avaliku informatsiooni raske kättesaadavuse, mis paratamatult saadab enamikke börsiväliseid turge. Järelturu sisulise informatsiooni puudumine ei võimalda uurida turu likviidsust ja sellega seonduvaid tegureid. Jätkuvat uurimist vajaks emiteerinud ettevõtete vastavus finantshierarhia teoorias sätestatule, mis eeldab aga agregeeritud informatsiooni finantseerimise defitsiidi kohta, mille analüüs oleks mahukas uuring. Lisaks peaks vaatlema emiteerinud ettevõteteid tegevusala ja elutsükli valguses, mis aga oma mahukuselt vajaks samuti eraldi uuringut.

Börsiväline võlakiri Eestis potentsiaalselt tugev konkurent pangalaenule, omades sümbioosina nii pangalaenu, kui ka börsil turul kaubeldava võlakirja positiivseid omadusi ning siludes mõlemaga kaasnevaid negatiivseid külgi. Samas sõltub jätkuvalt palju tururaamistikust, milles ettevõtted tegutsema peavad.

## VIIDATUD ALLIKAD

1. **Allaoway, T., Mackenzie, M.** 2014. Bond trading platforms raise stakes. Financial Times. 29.10.2014 [<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/d649f89c-5ee2-11e4-be0b-00144feabdc0.html#axzz3ZCFdTAQL>] 02.05.2015.
2. **Almeida, H., Campello, M.** 2010. Financing Frictions and the Substitution between Internal and External Funds. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 45, No. 3, lk 589-622. Cambridge University Press.
3. **Altunbas, Y., Kara, A., Marques-Ibanes, D.** 2009. Large debt financing. Syndicated loans versus corporate bonds. Working paper series No 1028. European Central Bank.
4. **Alver, J., Alver, L.** 2011. Majandusarvestus ja rahandus. Deebet OÜ. Tallinn 2011.
5. **Arce, O., Lopez, E., Sanjuan, L.** 2011. Access of SMEs with growth potential to the capital markets. CMNV. Documentos de trabajo No 52. [[http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/N52\\_ENen.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/N52_ENen.pdf)] 02.05.2015.
6. AS Eesti Väärtpaberikeskus hinnakiri. 01.01.2013 [[https://www.e-register.ee/files/hinnakiri/ee\\_evk\\_hinnakiri\\_20130101.pdf](https://www.e-register.ee/files/hinnakiri/ee_evk_hinnakiri_20130101.pdf)] 03.05.2015
7. AS Eesti Väärtpaberikeskus jääb keskregistri pidajaks. Rahandusministeerium. [<http://www.fin.ee/as-eesti-vaartpaberikeskus-jaab-keskregistri-pidajaks/>] 03.05.2015.
8. **Babus, A., Kondor, P.** 2013. Trading and Information Diffusion in OTC Markets. Centre for Economic Policy Research Discussion Paper No. DP9271.
9. **Baker, M., Wurgler, J.** 2002. Market Timing and Capital Structure. The Journal of Finance, Vol. 57, No. 1, pp. 1-32. Wiley.

10. **Baldwin, W.** 2013. Convertible Bond Winners And Losers. Forbes. 12.2013.  
[<http://www.forbes.com/sites/baldwin/2013/11/27/convertible-bond-winners-and-losers/>] 02.05.2015.
11. **Berk, J., DeMarzo, P., Harford, J.** 2012. Fundamentals of Corporate Finance. Second Edition. Pearson Education Inc. Boston.
12. **Bessembinder, H., Maxwell, W.** 2008. Markets: Transparency and the Corporate Bond Market. Journal of Economic Perspective – Vol. 22, No. 2. American Economic Association.
13. **Bharath, T. S., Pasquariello, P., Wu, G.** 2009. Does Asymmetric Information Drive Capital Structure Decisions? The Review of Financial Studies, vol. 22 No. 8, pp. 3211-3243.
14. **Bias, B., Declerck, F., Dow, J., Portes, R., Thadden, E.-L.** 2006. European Corporate Bond Markets: transparency, liquidity, efficiency. Center for Economic Policy Research. London.  
[<http://faculty.london.edu/rportes/TT%20CorporateFULL2.pdf>] 02.05.2015.
15. **Bolton, P., Freixas, X.** 2006. Corporate Finance and Monetary Transmission Mechanism. The Review of Financial Studies, Vol. 19, No. 3, pp. 829-870. Oxford University Press.
16. **Bonthron, F.** 2014. The development of the Swedish market for corporate bonds. Economic Commentaries. Sveriges Riskbank. No. 7 2014  
[[http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Ekonomiska\\_kommentarer/2014/rap\\_ek\\_kom\\_nr07\\_141015\\_eng.pdf](http://www.riksbank.se/Documents/Rapporter/Ekonomiska_kommentarer/2014/rap_ek_kom_nr07_141015_eng.pdf)] 02.05. 2015.
17. **Bradley, C., McLaren, J., Corlett, S.** 2012. Is the bond market the way forward for project finance? Linklaters Hong Kong.  
[[http://www.linklaters.com/pdfs/mkt/london/120919\\_Is\\_the\\_bond\\_market\\_the\\_way\\_forward\\_for\\_project\\_finance.pdf](http://www.linklaters.com/pdfs/mkt/london/120919_Is_the_bond_market_the_way_forward_for_project_finance.pdf)] 12.04.2015.
18. **Brealey, R. A., Myers, S.C., Allen, F.** 2011. Principles of Corporate Finance. New York: The McGraw-Hill Companies Inc.
19. Bringing companies closer to the fixed income market as a source of financing. BME [<http://www.bmerf.es/ing.aspx/Portadas/HomeMARF.aspx>] 02.05.2015.
20. **Brown, P. J.** 2006. An Introduction to the Bond Market. West Sussex: John Wiley & Sons Ltd.

21. Börsivälised tehingud väärtpaberitega. 2014. Eesti Väärtpaberikeskus.  
[<https://www.e-register.ee/index.php?id=25207&highlight=b%C3%B6rsiv%C3%A4lised>].  
30.12.2014.
22. **Cai, N., Helwege, J., Warga, A.** 2007. Underpricing in the Corporate Bond Market. *The Review of Financial Studies*, Vol. 20, No. 6, lk 2021-2046. Oxford University Press.
23. **Chen, Z., Lookman, A. A., Schürhoff, N., Seppi, D. J.** 2014. Rating-Based Investment Practices and Bond Market Segmentation. WFA 2012 Las Vegas Meeting Paper. Swiss Finance Institute Research Paper No. 10-30.
24. **Contessi, S., Li, L., Russ, K.** 2013. Bank vs. Bond Financing Over the Business Cycle. *Economic Synopses*. Federal Reserve Bank of St. Louis.  
[<http://research.stlouisfed.org/publications/es/article/9977>] 01.01.2015.
25. Corporate debt securities market in Poland: state of art, problems, and prospective for development. CASE – Center for Social and Economic Research. 13.03.2015  
[<http://www.case-research.eu/en/node/58830>] 02.05.2015.
26. Country Risk Classifications of the Participants to the Arrangement on Officially Supported Export Credits. 2015. OECD [<http://www.oecd.org/tad/xcred/cre-crc-historical-internet-english.pdf>] 12.04.2015.
27. **Cujean, J., Praz, R.** 2014. Asymmetric Information and Inventory Concerns in Over-the-Counter Markets. *Social Science Research Network*. 10.2014.
28. **Darius, P. M., Puthenpurackal J. J.** 2005. Security fungibility and the Cost of Capital: Evidence from the Global Bonds. *The Journal of Financial and quantitative Analysis*, Vol. 40, No. 4, lk 849-872. Cambridge University Press.
29. **Dierkens, N.** 1991. Information Asymmetry and Equity Issues. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 26, No. 2, lk 181-199. Cambridge University Press.
30. DMS Funds.  
[[http://www.dmsfunds.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=104&Itemid=683](http://www.dmsfunds.com/index.php?option=com_content&view=article&id=104&Itemid=683)]
31. **Duffie, D.** 2012. *Dark Markets: Asset Pricing and Information Transmission in Over-the-Counter*. Princeton University press.



32. **Duffie, D., Dworczak, P., Zhu, H.** 2014. Benchmarks in Search Markets. Stanfords University Graduate School of Business Research Paper No. 14-47.
33. **Duffie, D., Garleanu, N., Pedersen, L.H.** 2005. Over-the-Counter Markets. *Econometrica*, Vol. 73, No. , 1815-1847. John Wiley & Sons, Inc.
34. **Edwards, A.K., Harris, L.E., Piwowar, M.S.** 2007. Corporate Bond Market Transaction Costs and Transparency. *The Yournal of Finance*, Vol 62, No. 3, pp 1421-1451. Wiley.
35. Eesti väärtpaberite keskregistri seadus 2014. - RT I, 23.12.2014, nr 25.
36. EKP Rahapoliitika 2011. Euroopa Keskpank, 2011  
[[http://www.eestipank.ee/sites/default/files/publication/et/EKP/muud/ekp\\_rahapoliitika.pdf](http://www.eestipank.ee/sites/default/files/publication/et/EKP/muud/ekp_rahapoliitika.pdf)] 01.01.2015.
37. Emerging Market Corporate Bonds. The Value Opportunity. Standard Life Investments.  
[[http://www.standardlifeinvestments.com/WP\\_Emerging\\_Market\\_Corporate\\_Bonds/getLatest.pdf](http://www.standardlifeinvestments.com/WP_Emerging_Market_Corporate_Bonds/getLatest.pdf)] 03.05.2015.
38. **Fabozzi, F. J., Martellini, L., Priaulet, P.** 2006. Advanced Bond Portfolio Management. Best Practices in Modeling and Strategies. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
39. **Faerberg, E.** 2009. All about bonds, bond mutual funds, and bond ETFs. The McGraw-Hill Companies Inc.
40. **Fama, E. F., French, K. R.** 2000. Testing Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. CRSP Working Paper No. 506.
41. **Faulkender, M., Petersen, M.A.** 2006. Does the Source of Capital Affect Capital Structure? *The Review of Financial Studies*, Vol. 19, No. 1, lk. 45-79
42. Finantsinspektsiooni poolt registreeritud prospektid. Finantsinspektsioon.  
[<https://www.fi.ee/index.php?id=2669>] 12.04.2015
43. **Fiore, F.D., Uhlig, H.** 2005. Bank Finance versus Bond Finance. What Explains The Difference Between US and Europe? Working paper series No 547. European Central Bank.
44. First North Bond Market Starts in Baltics with First Corporate Issue. Globalnewswire 16.03.2015. [<http://globenewswire.com/news->

- release/2015/03/16/715512/0/en/First-North-Bond-Market-Starts-in-Baltics-with-First-Corporate-Issue.html] 02.05.2015.
45. Fitch ratings.  
[[https://www.fitchratings.com/web\\_content/ratings/sovereign\\_ratings\\_history.xls](https://www.fitchratings.com/web_content/ratings/sovereign_ratings_history.xls)] 12.04.2015.
  46. **Frank, M. Z., Goyal, V. K.** 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics* 67, 217-248. Elsevier Science B.V.
  47. **Friewald, N., Jankowitsch, R., Subrahmanyam, M. G.** 2012. Illiquidity or credit deterioration: A study of liquidity in the US corporate bond market during financial crises. *Journal of Financial Economics* Vol. 105. 18-36. Elsevier B.V.
  48. **Goldstein, M. A., Hotchkiss, E. S, Sirri, E. R.** 2007. Transparency and Liquidity: A Controlled Experiment on Corporate Bonds. *The Review of Financial Studies*, Vol. 20, No. 2. Oxford University Press.
  49. **Hale, G.** 2001. Bonds or Loans? On the Choice of International Debt Instrument by Emerging Market Borrowers. Yale Univesity  
[<http://aida.econ.yale.edu/~gh79/jmp.pdf>] 01.01.2015.
  50. **Hale, G.** 2007. Bonds or Loans? The Effect of Macroeconomical Fundamentals. *The Economic Journal*, Vol. 117, No. 516, pp. 196-215. Wiley
  51. **Hovakimian, A.** 2006. Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing? *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 41, No. 1, pp. 221-243. Cambridge University press.
  52. **Hughes, J.S., Liu, J., Liu, J.** 2007. Information Asymmetry, Diversification, and Cost of Capital. *The Accounting Review*, Vol. 82, No. 3, pp. 705-729.
  53. Institutions involved in government debt trading, depository/registry and settlement. European Union.  
[[http://europa.eu/efc/sub\\_committee/pdf/2014\\_table\\_t.vii.b\\_institutions.pdf](http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/2014_table_t.vii.b_institutions.pdf)] 02.05.2015.
  54. Investeerimislaen. SEB Pank.  
[<http://www.seb.ee/ariklient/finantseerimine/pikaajalised-laenud/investeerimislaen>] 02.05.2015.
  55. **Jalal, A.** 2007. The pecking order, information asymmetry, and financial market efficiency. ProQuest, UMI Dissertations Publishing. Minnesota.

56. **Jankowitsch, R., Nashikkar, A., Subrahmanyam, M. G.** 2008. Price Dispersion in OTC Markets: A New Measure of Liquidity. The European Finance Association 35th annual meeting. Ateena, Kreeka.
57. **Krasuski, K.** 2013. Oaktree Says Banks Stifling Corporate Bond Market: Poland Credit. Bloomberg 22.05.2013 [<http://www.bloomberg.com/news/articles/2013-05-22/oaktree-says-banks-stifling-corporate-bond-market-poland-credit>] 02.05.2013
58. **Lanzotti, J., M.** 2014. Emerging Markets Corporate Bonds: An Investment-Grade Opportunity. 27.02.2014.  
[<https://www.lordabbett.com/en/perspectives/fixedincomeinsights/emerging-market-corporate-bonds-an-investment-grade-opportunity.html>] 02.05.2015
59. **Liu, H., Wang, Y.** 2013. Over-the-Counter Markets: Market Making with Asymmetric Information, Inventory Risk and Imperfect Competition. Washington University in St.Louis, 2013.
60. **Liu, Y.** 2006. The Sources of Debt Matter Too. The Journal on Financial and Quantitative Analysis, Vol. 41, No. 2, pp 295-316. Cambridge University Press.
61. **Melnik, A., Nissim, D.** 2003. Debt Issue Costs and Issue Characteristics in the Market for U.S. Dollar Denominated International Bonds. European Finance Review 7: 277-296. Kluwer Academic Publisher.
62. **Mereste, U.** 2003. Majandusleksikon. Tallinn: Eesti Entsüklopeedia kirjastus.
63. MSCI Frontier Markets Index.  
[[http://www.msci.com/products/indexes/country\\_and\\_regional/fm/](http://www.msci.com/products/indexes/country_and_regional/fm/)] 12.04.2015
64. **Mulgan, G., Reeder, N., Aylott, M., Bo'sher, L.** 2010 Social Impact Investment: The opportunity and challenge of Social Impact Bonds. The Young Foundation.  
[[http://www.lgcplus.com/Journals/3/Files/2011/1/25/10-11-30\\_Social\\_Impact\\_Investment\\_Paper.pdf](http://www.lgcplus.com/Journals/3/Files/2011/1/25/10-11-30_Social_Impact_Investment_Paper.pdf)] 12.04.2015.
65. **Must, B.** 2015. Investorid valmis võlakirjaturgu äratama. - Äripäev, 15.01.2015.  
[<http://www.aripaev.ee/uudised/2015/01/15/investoritele-volakirjad-sobiksid>] 12.04.2015.
66. **Nielsen, L.** 2011. Classification of Countries Based on Their Level of Development: How its Done and how it Could be Done. IMF Working Paper.  
[<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1131.pdf>] 12.04.2015.

67. Outstanding issues. BME Renta Fija.  
[<http://www.bmerf.es/ing.aspx/Comun/Emisiones.aspx>] 02.05.2015
68. **Pagano, M.** 2013. Transparency and liquidity in sovereignbond markets. 9th Annual Central Bank Workshop on the Microstructure of Financial Markets ECB, 5 September 2013  
[[https://www.ecb.europa.eu/events/conferences/shared/pdf/130905\\_cbworkshop/Pagano.pdf?f7ddc84667b46a95ea830f3d64dfb08e](https://www.ecb.europa.eu/events/conferences/shared/pdf/130905_cbworkshop/Pagano.pdf?f7ddc84667b46a95ea830f3d64dfb08e)] 02.05.2015.
69. Poland's corporate bond market – developments in 2012 and prospects for 2012. Ministerstwo Skarbu Panstwa. 03.04.2013 [<http://msp.gov.pl/en/polish-economy/economic-news/4076,Poland039s-corporate-bond-market-developments-in-2012-and-prospects-for-2013.html>] 02.05.2015.
70. **Rauch, R., L., Nguyen, T.** 2013. Major Indices vs. Universe of All EM Corporate Bonds. Gramercy 13.06.2013  
[<http://www.gramercy.com/portals/0/pdfs2/2013%20June%20-%20Major%20Indices%20vs.%20Universe%20of%20All%20EM%20Corporate%20Bonds.pdf>] 02.05.2015.
71. **Reiljan, P.** 2009. Millal saabub võlakirjaomanikele tasumistund? Äripäev 20.02.2009.  
[[http://www.aripaev.ee/uudised/2009/02/20/Millal\\_saabub\\_volakirja\\_omanikele\\_tasumistund](http://www.aripaev.ee/uudised/2009/02/20/Millal_saabub_volakirja_omanikele_tasumistund)] 02.05.2015.
72. **Russ, K.N., Valderrama, D.** 2012. The theory of bank versus bond finance and intra-industry reallocation. Journal of Macroeconomics. Vol. 34, Issue 3, Pages 652-673.
73. **Sansome, P.** 2012. The Case for Convertible Bonds – 2012. Ferox Capital LLP.  
[<http://www.barclayhedge.com/research/educational-articles/in-depth-articles/The-Case-for-Convertibles-2012-with-US-disclaimer.pdf>] 02.05.2015.
74. **Schultz, P.** 2001. Corporate Bond Trading Costs: A Peak behind the Curtain. The Journal of Finance, Vol. 56, No. 2. American Finance Association.
75. **Shyam-Sunder, L. Myers, S.C.** 1999. Testing tradeoff against pecking order model of capital structure. Journal of Financial Economics 51 219-244. Elsevier Science S.A.

76. So why do bonds trade OTC? International Capital Market Association. 2014  
[<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Secondary-Markets/Bond-Market-Transparency-Wholesale-Retail/So-why-do-bonds-trade-OTC-/>] 01.01.2015.
77. Statistical annex. 2013. Ühinendu Rahvaste Organisatsioon  
[[http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp\\_current/2013country\\_class.pdf](http://www.un.org/en/development/desa/policy/wesp/wesp_current/2013country_class.pdf)] 12.04.2015.
78. **Zhong, Z.** 2014. Reducing Opacity in Over-the-Counter Markets. Social Science Research Network. 09.2014.
79. **Zhu, H.** 2012. Finding a Good Price in Opaque Over-the-Counter Market. The Review of Financial Studies v 25 n 4 2012. Oxford University Press.
80. **Tammemäe, A.** 2014. Baltic Capital Markets. Bond Issues: Opportunities for Baltic Companies. [[http://www.redgatecapital.eu/cms-data/upload/files/Baltic%20Bond%20market%20Varul%20conference\\_28%2001%202014.pdf](http://www.redgatecapital.eu/cms-data/upload/files/Baltic%20Bond%20market%20Varul%20conference_28%2001%202014.pdf)] 02.05.2015.
81. Tartu korraldab võlakirjaemissiooni. Postimees. 06.07.2010.  
[<http://tartu.postimees.ee/284414/tartu-korraldab-volakirjaemissiooni>] 02.05.2015
82. Understanding climate bonds. 2014. Climate Bonds Initiative  
[<http://www.climatebonds.net/resources/understanding>] 12.04.2015.
83. Valitsus kiitis heaks pensionifondide laiemad investeerimisvõimalused. 2015.  
Postimees [<http://majandus24.postimees.ee/3174865/valitsus-kiitis-heaks-pensionifondide-laiemad-investeerimisvoimalused>] 15.05.2015.
84. **Vayanos, D., Wang, J.** 2012. Market Liquidity - Theory and Empirical Evidence. The Paul Woolley Centre Working Paper Series No 32. Financial Markets Group Discussion Paper No. 709.
85. Võlakirjade emiteerimine Eestis on pööranud kasvule. 2014. Finantsjuhtimine. Infoleht nr 87. Tallinn : Äripäeva teabekirjastus.
86. Väärtpaberiturust seadus 2015. - RT I, 19.03.2015, nr 43.
87. **Wild, R.** 2007. Bond Investing for Dummies. Indianapolis: Wiley Publishing, Inc.
88. Äriühingute väärtpaberite registreerimine. Eesti Väärtpaberikeskus.[<https://www.e-register.ee/index.php?id=10585>] 12.04.2015.

## LISAD

**Lisa 1.** Autori koostatud Python 3.4.3 kood esialgse valimi saamiseks.

```
# vajalike laienduste lugemine
from bs4 import BeautifulSoup
import requests
import csv

#kvartaalsed kuupäevad päringu linkidele
alguspaev = ["01.01.", "01.04.", "01.07.", "01.10."]
lopupaev = ["31.03.", "30.06.", "30.09.", "31.12."]

#päringulinkide koostamine
linkList = []
isin = []
data = []

#agregeeritud tabelitest ISIN koodide hankimine
u = 0
for i in range(0, 11): #vahemik mitme aasta kohta lingid koostataks

    for j in range (0, 4):

        aasta = i + 2004 #aasta millest alates päringud toimuvad
        algus = alguspaev[j] + str(aasta)
        lopp = lopupaev[j] + str(aasta)

        linkList.append("http://statistics.e-register.ee/et/securities/1/lname-
asc/?type=D&status=all&security=&date_from=" + algus + "&date_to=" + lopp +
"&col%5B%5D=s_parvalue&col%5B%5D=s_parcurrency&col%5B%5D=s_noofsecuri
ties&col%5B%5D=s_issuevolume&col%5B%5D=i_issuename&col%5B%5D=c_resid
ence&col%5B%5D=sc_name&col%5B
%5D=s_instime&col%5B%5D=s_interestrates&col%5B%5D=s_maturity&col%5B%5D
=s_sl_name&col%5B%5D=s_deregttime&col%5B%5D=s_pledgeallowed&col%5B
%5D=s_purchaseright&col%5B%5D=s_bondmanager&col%5B%5D=s_bondpaymenta
gent")
        print (linkList[u])
        r = requests.get(linkList[u])
        soup = BeautifulSoup(r.content)
        table = soup.find("table", attrs={"id": "securitiesList"})
```

```

#filter, Eesti residendid
koikread = table.find_all('tr')
filtreeritudRead = [tr for tr in koikread if tr.find_all(text="Eesti")]

for tr in filtreeritudRead:
    data = tr.find_all('td')[1].get_text(strip=True)
    isin.append(str(data))

u = u + 1

#veergude pealkirjad ja tekst mille järgi tabelist väärtusi otsitakse
veerupealkiri = ['Väärtpaberi nimi', 'Nimiväärtus', 'Valuuta', 'Väärtpaberite arv',
'Emissiooni maht nimiväärtuses', 'Emitent', 'Emitendi residentsus', 'Emitendi tegevusala',
'Registreerimis- kuupäev', 'Lunastustähtaeg', 'Kustutamiskuupäev', 'Korraldaja',
'Makseagent', 'Väljalaske hind', 'Intressimäär', 'Intressi baas', 'Intressimaksete sagedus',
'Esimese intressimakse kuupäev']

andmeread = []
count = 0

#iga konkreetse väärtpaberi infotabeli hankimine
for count in range(len(isin)):

    isinLink = 'http://statistics.e-register.ee/et/security/' + isin[count]
    r = requests.get(isinLink)
    soup = BeautifulSoup(r.content)

    table = soup.find("table", attrs={"id": "securityDetails"})

    andmerida = []
    andmerida.insert(0, str(isin[count]))

    #otsime tabelist igale veerule vastavat infot
    for e in range(len(veerupealkiri)):

        try:
            tekst=
            table.find(text=veerupealkiri[e]).parent.parent.find('td').get_text(strip=True)
        except:
            tekst = 'None'

        andmerida.append(str(tekst))

    andmeread.append(andmerida)
    count = count + 1
    del andmerida

#saadud info kirjutamine CSV faili

```

```
veerupealkiri.insert(0, 'TSIN')
with open('andmed.csv', 'w', newline='') as f:
    w = csv.writer(f)
    w.writerow(veerupealkiri)
    w.writerows([x for x in andmread])
f.close()
```



## **SUMMARY**

### **DEBT ISSUE USING THE OVER-THE-COUNTER BONDS IN ESTONIAN MARKET 2004-2014**

Priit Aun

The work explores the over-the-counter (OTC) securities as firms capital source in Estonia from the 2004 until 2014. Although the bonds as an investment tool is widely discussed in the literature, there is not much coverage of OTC bonds as firms capital source.

The first chapter of the first part covers the OTC bonds as part of the complicated bond debt system. The second chapter is devoted to the OTC market, which differs from public market by its bilateral nature – there is no central organizations (like stocks) and bid-ask negotiations is done in pairs of dealers and buyers. The third chapter covers aspects of the OTC bond issue. Issue costs vary depending on the broker and the market, but generally consist of a fixed cost and the percentage of spread. Obscure market involves asymmetric information, which is reflected in the fourth chapter. Information asymmetry has an impact on the capital structure and thus affecting corporation choices of structure of capital. The last chapter deals with the capital structure. Based on the pecking order theory firms should avoid issuing equity and prefer debt after depleting internal sources. However, it does not give an explanation for the differences that exist inside the branches of the economy and even between competing firms. The companies experiencing extensive growth or corporations with intangible assets prefer equity over debt. There are also questions arising over using bank debt versus bond issue. In addition to macroeconomic implications the choice of debt changes over behavioral circumstances, whether a stock is over- or undervalued.

The second part of the work is devoted to the Estonian OTC bond market. The OTC bond usage is still marginal in Estonia in comparison with bank debt. But it has huge potential in according to rising demand in the Europe's investor base that is transforming due to low interest rates towards corporate high yield debt market.

In comparison with other markets to Estonian OTC bonds, the connection between primary and secondary market rises to the attention point. The lack of secondary market influences primary e.g. through higher liquidity premium in the primary market. The latter has connection to market transparency. Although a lot of European countries have made amendments to their financial structures to increase the market transparency, this has not been the issue in the Estonian market. In addition, the benchmarking can be used, as a widely used element in financial systems to enhance comparison and competition.

Overall, the OTC bond is a strong competitor with bank debt and public debt, it combines the benefits of bank loan and reduces the high costs that comes with public debt. However, a lot depends on market conditions, as well.

**Lihtlitsents lõputöö reprodutseerimiseks ja lõputöö üldsusele kättesaadavaks tegemiseks**

Mina, \_\_\_\_\_ Priit Aun \_\_\_\_\_,  
(*autori nimi*)

1. annan Tartu Ülikoolile tasuta loa (lihtlitsentsi) enda loodud teose  
Võõrfinantseeringu kaasamine börsiväliste võlakirjade abil Eestis aastatel 2004-  
2014 \_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_,  
(*lõputöö pealkiri*)

mille juhendaja on \_\_\_\_\_ Margus Kõomägi \_\_\_\_\_,  
(*juhendaja nimi*)

- 1.1.reprodutseerimiseks säilitamise ja üldsusele kättesaadavaks tegemise eesmärgil, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace-is lisamise eesmärgil kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni;
  - 1.2.üldsusele kättesaadavaks tegemiseks Tartu Ülikooli veebikeskkonna kaudu, sealhulgas digitaalarhiivi DSpace'i kaudu kuni autoriõiguse kehtivuse tähtaja lõppemiseni.
2. olen teadlik, et punktis 1 nimetatud õigused jäävad alles ka autorile.
  3. kinnitan, et lihtlitsentsi andmisega ei rikuta teiste isikute intellektuaalomandi ega isikuandmete kaitse seadusest tulenevaid õigusi.

Pärnus, **20.05.2015**